



*Regulação internacional do mercado de
derivativos de balcão: potenciais
impactos no mercado brasileiro*

Grupo Técnico sobre Regulação Internacional

Data: 03/11/2015



Sumário/Índice

SUMÁRIO/ÍNDICE.....	2
RESUMO EXECUTIVO.....	3
1. INTRODUÇÃO	5
2. MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO	6
2.1. DODD-FRANK ACT	6
2.2. REGULAMENTO EUROPEU DAS INFRAESTRUTURAS DE MERCADO (EMIR)	13
CONTRAPARTE CENTRAL QUALIFICADA	17
3.1. EUA	17
3.2. UNIÃO EUROPEIA	18
FIGURA 1: IMPACTOS GENÉRICOS SOBRE AS INSTITUIÇÕES BRASILEIRAS SEM <i>OBSERVÂNCIA SUBSTITUTIVA E EQUIVALÊNCIA</i>	22
FIGURA 2: IMPACTOS GENÉRICOS SOBRE AS INSTITUIÇÕES BRASILEIRAS COM <i>OBSERVÂNCIA SUBSTITUTIVA E EQUIVALÊNCIA</i>	22
ANEXO I: LISTA DE SWAP DEALERS REGISTRADOS NA NATIONAL FUTURES ASSOCIATION (NFA).....	23
ANEXO II: LISTA DE MAJOR SWAP PARTICIPANTS PROVISIONALMENTE REGISTRADOS NA NFA	25

Resumo executivo

O presente estudo busca mapear os potenciais impactos das principais regulações estrangeiras, **Dodd-Frank Act** e **Regulamento Europeu de Infraestruturas de Mercado (EMIR)**, sobre as instituições e mercados brasileiros. O objetivo é analisar os possíveis efeitos da obtenção ou não de acordos de **observância substitutiva** (substituted compliance) e **equivalência**, levando-se em consideração a estrutura legal e regulatória atualmente em vigor para o mercado de derivativos no Brasil.

Os efeitos do Dodd-Frank Act sobre o mercado de derivativos de balcão nacional são descritos na [seção 2.1](#). Nesta seção, são apresentados **os limiares de minimis** para registro junto a SEC ou a CFTC. Ao exceder um destes limites e, por conseguinte, efetuar registro, uma instituição brasileira observará impactos operacionais imediatos para adequação aos requerimentos no **nível da entidade** e no **nível das transações**. Por outro lado, se a instituição brasileira não exceder os referidos limiares, o escopo de aplicação das regras norte-americanas é menor, se restringindo a impactos indiretos, quando da operação com contrapartes norte-americanas.

A obtenção de um acordo de **observância substitutiva** com a CFTC e/ou SEC mitigaria a necessidade de observância de considerável parte dos impactos analisados. Partindo da premissa que a regulação local já está alinhada aos preceitos das reformas sugeridas no âmbito do G-20, a análise conclui que a obtenção destes acordos traria efeitos positivos. Porém, caso a obtenção de tal acordo venha a impactar a estrutura regulatória brasileira, esta iniciativa não representaria avanço para os participantes locais.

A [seção 2.2](#) apresenta os impactos do EMIR sobre o mercado de derivativos de balcão nacional. Existem duas potenciais situações nas quais esta regulação pode se aplicar a uma instituição financeira brasileira: indiretamente, quando opera com contrapartes europeias; ou diretamente, quando celebra derivativos de balcão com qualquer contraparte (seja europeia ou não), desde que tais contratos se enquadrem no conceito de **“contratos com um efeito direto, substancial e previsível na União Europeia”**. A menos que exista um **acordo de equivalência** em vigor, qualquer instituição brasileira que celebre contratos que se enquadrem nesta categoria terá que cumprir integralmente as obrigações de liquidação em contraparte central e mitigação de risco.

Tanto as normas norte-americanas quanto europeias dispõem que o enquadramento como **Qualifying CCP (QCCP)** é relevante para determinar os fatores de ponderação pelo risco associados às exposições a estas instituições. Estes fatores podem saltar de 2% para até 100%, caso não ocorra tal enquadramento.

A [seção 3.1](#) trata das provisões da regulação norte-americana. A classificação das câmaras de uma contraparte central deve ser realizada por cada instituição financeira, **individualmente**, que deve apresentar às autoridades norte-americanas as justificativas que atestem sua decisão. Nesse caso, não há acordo ou arranjo de harmonização possível. Uma vez que a etapa de modificação dos regulamentos das câmaras da BM&F Bovespa já foi cumprida, não parece haver maiores consequências operacionais.

Por fim, a [seção 3.2](#) aborda as provisões do EMIR. Segundo o marco europeu, o reconhecimento de uma CCP estrangeira como QCCP requer primeiro que a jurisdição onde é constituída seja

considerada ***equivalente***. Até 15/12/2015, a BM&FBovespa se vale **do status temporário** como QCCP. A partir desta data, se não houver indicação contrária, a Bolsa brasileira será tratada como N-QCCP. Com os acréscimos de capital mencionados, instituições europeias optariam principalmente por migrar suas operações para outras jurisdições, afetando a liquidez e a profundidade dos mercados domésticos. Em estimativa conservadora, a exposição agregada das instituições potencialmente afetadas por este cenário negativo à câmara de derivativos da BM&F Bovespa correspondia a **€ 121 bilhões**, ao final de 2014.

1. Introdução

Já tivemos a oportunidade de apontar, em documento anterior¹, a relevância da harmonização regulatória para a efetiva implantação da reforma do mercado de derivativos de balcão ao redor do mundo.

A construção de arranjos de harmonização contribui para evitar a duplicação de exigências regulatórias e de supervisão, permite que o sigilo de informações de clientes seja respeitado nos termos das legislações vigentes e mitiga a possibilidade de interpretações errôneas ou descumprimento de normas em função de dúvidas jurídicas. Ademais, evita-se a ocorrência de um processo de fragmentação dos mercados em nível global.

A não construção desses arranjos implica consequências operacionais para as instituições e pode provocar alterações materiais nos mercados. Procuramos a seguir mapear os potenciais impactos das principais regulações estrangeiras, Dodd-Frank Act e Regulamento Europeu de Infraestruturas de Mercado (EMIR), sobre as instituições e mercados brasileiros.

¹ ANBIMA (2014) Position Paper: A Importância da Harmonização na Regulação do Mercado de Derivativos e a Necessidade de Priorização do Brasil nas Discussões Internacionais. ANBIMA, Grupo Técnico sobre Regulação Internacional: Rio de Janeiro/São Paulo, de 28/05/2015.

2. Mercado de derivativos de balcão

2.1. Dodd-Frank Act

2.1.a. Impactos operacionais imediatos

A regulamentação norte-americana estabelece que as disposições da regulação do mercado de derivativos de balcão devem se aplicar aos participantes estrangeiros deste mercado² de acordo com seu peso e sua cadeia de relações com contrapartes norte-americanas, que funcionam como *proxy* para a relevância sistêmica das entidades. Neste sentido, as contrapartes de *swaps* ou *security-based swaps* situadas fora dos EUA podem ser classificadas em categorias específicas, de acordo com o montante negociado com contrapartes identificadas como U.S. Persons, contrapartes estrangeiras garantidas³ ou conduítes afiliadas (*guaranteed* ou *conduit affiliate*): Swap Dealers (SD), Major Swap Participants (MSP), Security-based Swap Dealers (SBSD) e Security-based Major Swap Participants (SBMSP)⁴. Em especial, no caso dos Swap Dealers (SD) o registro da instituição estrangeira deverá ocorrer caso o estoque de *swaps* com contrapartes norte-americanas exceda o limiar de *minimis* de US\$ 8 bilhões, medido segundo o valor notional negociado nos últimos 12 meses, em termos consolidados.

Como consequência direta destas provisões, as instituições brasileiras tiveram que passar a monitorar (i) os clientes com os quais operam, para determinar se eles se enquadram no conceito de U.S. Person; e (ii) as operações que realizam, para fins de apuração dos montantes negociados com estas contrapartes. De forma a realizar o primeiro controle, as instituições financeiras brasileiras introduziram políticas internas para a classificação de suas contrapartes como U.S. Persons ou filiais garantidas por U.S. Persons. A sistemática de classificação varia de instituição para instituição, dependendo do volume de clientes; e as formas utilizadas para a classificação vão desde a obtenção de Representation Letters, conforme padrão da ISDA para cada cliente, até sistemas de avaliação por carteira.

O segundo controle, por sua vez, depende das estratégias de negócio implementadas e do status e da ligação das mesmas com instituições financeiras norte-americanas (i.e. se a instituição no Brasil é uma subsidiária ou filial de uma entidade americana). As instituições estipularam controles internos para monitorar as modalidades de operações com as contrapartes norte-americanas e o respectivo volume para fins de apuração do estoque de operações, o que mobilizou diversas áreas e ensejou, em alguns casos, investimentos relevantes em tecnologia, de forma a adaptar os sistemas internos.

² Seção 722(d) da Lei Dodd-Frank, que alterou a Lei do Mercado de Commodities norte-americana (Commodity Exchange Act), incluindo a seção 2(i).

³ A contraparte celebra contratos de *swap* com garantia de sua *parent company*. Neste caso, o risco é transferido para a U.S. Person.

⁴ A SEC e a CFTC publicaram, no dia 27 de abril de 2012, a versão final de sua regulação conjunta, definindo, *inter alia*, o significado dos termos "swap dealer" e "security-based swap dealer" para os propósitos do Dodd-Frank Act. Tal documento está disponível para consulta no seguinte endereço:

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister041812b.pdf>.

Monitoramento da posição da instituição em relação aos limites para registro como SD, MSP, SBSD e SBMSP

- Mudanças de sistema e de políticas internas para identificação de contrapartes classificadas como U.S. Persons⁵, contrapartes estrangeiras garantidas ou conduítes afiliadas
- Definição de regras e procedimentos internos específicos para operar com U.S. persons, contrapartes estrangeiras garantidas ou conduítes afiliadas
- Imposição de limites para a realização de operações com essas contrapartes e introdução de sistemas para monitoramento desta medida
- Monitoramento da exposição total da instituição em base contínua

2.1.b. Impactos operacionais derivados da classificação como SD, MSP, SBSD e/ou SBMSP

Uma vez classificada como SD, MSP, SBSD ou SBMSP, a instituição estrangeira será obrigada a obedecer aos requerimentos da CFTC e/ou da SEC e se reportar a esta(s) Comissão(ões), sendo também responsável pelo envio de documentos, manutenção de registros e a revisão de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos para se adequar às normas das reguladoras norte-americanas. Conforme detalhado nos documentos da CFTC e da SEC, aplicam-se integralmente os diversos requerimentos às entidades classificadas nas categorias de maior relevância sistêmica, bem como requerimentos relacionados às transações realizadas.

CFTC – Swap Dealer ou Major Swap Participant: necessário ajuste de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos para adequação aos seguintes requerimentos:

Requerimentos no nível da entidade

▪ Categoria 1

- Requerimentos de capital
- Estrutura de Governança: identificação de Chief Executive Officer (CEO), Chief Compliance Officer (CCO) e Chief Risk Officer (CRO).
- Gerenciamento de risco
- Manutenção de registros das operações com swaps

▪ Categoria 2

- Registro de informações em Swap Data Repositories (SDR)
- Manutenção de registros das operações com swaps (reclamações, ouvidoria e materiais de marketing e venda)
- Registro de grandes negócios (Large Trader Reporting)

Requerimentos no nível das transações

- Categoria A: mitigação de risco e transparência

⁵ A definição de *U.S. person* para apuração de limites para *swaps* e *security-based swaps* difere, em função de diferenças nos conceitos publicados por CFTC e SEC.

- Processamento e liquidação dos contratos em contrapartes centrais
- Requerimentos de margem e segregação para contratos liquidados fora do ambiente de contraparte central
- Negociação compulsória em ambientes eletrônicos
- Padronização da documentação dos contratos em linha com a CFTC
- Reconciliação e compressão de portfólio
- Divulgação de informações ao público em tempo real
- Confirmação dos negócios
- Registro diário de operações
- Categoria B: normas de conduta
 - Due diligence
 - Divulgação de Informações
 - Fornecimento do preço médio dos contratos no dia
 - Suitability

SEC – Security-based Swap Dealer ou Security-based Major Swap Participant: necessário ajuste de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos para adequação aos seguintes requerimentos:

Requerimentos no nível da entidade

- Requerimentos de capital
- Requerimentos de margem
- Outros

Requerimentos no nível das transações

- Normas de conduta
- Segregação para contratos liquidados em contrapartes centrais
- Segregação para contratos não liquidados em contrapartes centrais
- Envio de informações à SEC
- Divulgação pública de informações
- Liquidação em contraparte central
- Execução

A possibilidade de obtenção de um acordo de *observância substitutiva (substituted compliance)* com a CFTC e/ou a SEC mitiga, diretamente, a necessidade de observância de grande parte das regulações acima apontadas e, portanto, a necessidade de adaptação de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos das instituições em relação a diversos requerimentos. Em especial, o acordo evita a duplicação de obrigações regulatórias, que, caso contrário, poderiam impactar negativamente a matriz de custos das instituições.

Neste primeiro momento, consideremos as regulações da CFTC. Para os Swap Dealers brasileiros (“SD brasileiros”), a *observância substitutiva* pode ser requerida em relação a requerimentos no nível das entidades (excetuando-se o registro de grandes negócios) e – em situação específica – no nível das transações.

Com relação às obrigações *no nível das entidades*, o SD brasileiro pode solicitar isenções, independentemente da contraparte de uma operação ser norte-americana (U.S. Person) ou estrangeira, em relação a todos os requerimentos *no nível das entidades* da Categoria 1. No caso da Categoria 2, a observância substitutiva pode ser requerida para o registro de informações em SDRs somente para contratos realizados com contrapartes estrangeiras sem garantia de U.S. Persons e se a CFTC obtiver acesso direto aos dados no sistema de registro estrangeiro; quanto à manutenção dos registros das operações com swaps relativos às reclamações de clientes e a materiais de marketing e venda, é possível requerer a isenção somente para operações que tenham contrapartes estrangeiras. Não é possível solicitar a observância substitutiva para a obrigação do registro de grandes negócios (*large trader reporting*).

Com relação às obrigações no nível das transações, se as operações de um SD brasileiro tiverem como contraparte U.S. Persons, não é possível solicitar a observância substitutiva e a entidade deve seguir à risca todos os requerimentos da CFTC. Porém se as contrapartes das operações não forem propriamente U.S. Persons, mas sim subsidiárias de SD norte-americanos ou contrapartes estrangeiras garantidas ou conduites afiliadas (*guaranteed ou conduit affiliate*) de contrapartes norte-americanas, pode-se solicitar a isenção dos requerimentos da Categoria A – e os requerimentos no nível das transações da categoria B não se aplicam. Para as operações de um SD brasileiro com contrapartes estrangeiras que não se enquadrem nas categorias acima, não há a necessidade de cumprir com as obrigações no nível das transações da Categoria A ou com os padrões para conduta de negócios externos (Categoria B).

A Tabela abaixo resume as situações brevemente descritas acerca da *observância substitutiva* e os impactos operacionais sobre o SD brasileiro, aliviando as necessidades de adaptação de seu *modus operandi* principalmente na contratação de operações com contrapartes genuinamente brasileiras (última coluna). Os principais benefícios neste sentido poderão ser auferidos em relação aos requerimentos *no nível da entidade* da Categoria 1, porém também são *relevantes no nível das transações* no escopo da Categoria A – especialmente no caso do SD brasileiro operar com uma subsidiária estrangeira de um banco que é SD nos EUA (bastante usual, conforme pode ser observado na lista do Anexo I).

Tabela 1: Requerimentos da CFTC incidentes sobre os Swap Dealers e impactos da observância substitutiva

Contraparte Requerimento	U.S. Person	Subsidiária estrangeira de um banco norte- americano Swap Dealer	Contraparte estrangeira garantida ou conduíte afiliada de U.S. Person	Demais contrapartes estrangeiras
Entidade: Categoria 1	Observância substitutiva			
Entidade: Categoria 2*	Aplica-se	Observância substitutiva	Observância substitutiva	Observância substitutiva
Entidade: Categoria 2 - Registro SDR	Aplica-se	Aplica-se	Aplica-se	Observância substitutiva**
Entidade: C2 - LTR	Aplica-se			
Transações: Categoria A	Aplica-se	Observância substitutiva	Observância substitutiva	Não se aplica
Transações: Categoria B	Aplica-se	Não se aplica	Não se aplica	Não se aplica

Fonte: CFTC, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations, pp. 45368-9.

* Exceto Registro de informações em SDRs (Registro SDR) e registro de grandes negócios (LTR).

** Somente se a CFTC obtiver acesso direto aos dados no sistema de registro (SDR) estrangeiro.

Por fim, cabe mencionar que a *observância substitutiva* também permite mitigar problemas relacionados à proteção ao sigilo de informações no que concerne ao compartilhamento de informações entre a CFTC e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁶. Muito embora os reguladores norte-americanos reconheçam as limitações impostas às instituições financeiras brasileiras pela Lei Complementar nº 105/01, o processo de coleta de manifestações individuais dos clientes consentindo o envio de informações ao órgão estrangeiro pode ser facilitado pela troca direta de informações entre os reguladores.

Ademais, o tratamento do estoque das operações com *swaps* ou *security-based swaps* já realizadas pode ser penoso e mesmo resultar numa situação em que estes *waivers* dos clientes não sejam obtidos em sua totalidade. Com o benefício da *observância substitutiva*, as contrapartes brasileiras se preocupariam unicamente com o envio das informações às autoridades locais, que, através dos arranjos de harmonização (convênios, memorandos de entendimento etc.), compartilhariam as informações relevantes com as autoridades norte-americanas, conforme previsto na própria Lei Complementar nº 105/01⁷.

2.1.c. Impactos operacionais sobre entidades brasileiras não classificadas como SD, MSP, SBSB ou SBMSP

Na data deste documento, a quase totalidade das instituições brasileiras participantes do mercado de derivativos de balcão não é obrigada a se registrar como SD, MSP, SBSB ou SBMSP. Neste caso, o escopo de aplicação das regras norte-americanas é menor. Caso as instituições brasileiras tenham como contrapartes de seus contratos de derivativos U.S. Persons, os requerimentos no nível das transações são aplicáveis (porém com o ônus dos requerimentos recaindo sobre a entidade norte-americana). Caso as contrapartes sejam outras instituições brasileiras ou estrangeiras que não sejam categorizadas como U.S. Persons, os requerimentos no nível das transações não se aplicam, exceto na hipótese dos contratos contarem, em ambas as pontas, com garantias de uma *parent company* norte-americana, isto é, quando o risco é, parcial ou integralmente, transferido para uma U.S. Person.

Nesta última hipótese, onde as duas partes da operação contam com garantias de U.S. Persons (ou são conduítes afiliadas), é possível requerer a observância substitutiva para todos os requerimentos no nível da entidade (Categorias 1 e 2) e no nível das transações (Categorias A e B) – exceto a obrigação de registro de grandes negócios (*large trader reporting*).

⁶ Conforme item 3 do Ofício CVM/PTE nº 122/2012 enviado para a CFTC, disponível em: <http://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=58454>.

⁷ “Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados. [...]

§ 4º O Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência, poderão firmar convênios:

I - com outros órgãos públicos fiscalizadores de instituições financeiras, objetivando a realização de fiscalizações conjuntas, observadas as respectivas competências;

II - com bancos centrais ou entidades fiscalizadoras de outros países, objetivando:

a) a fiscalização de filiais e subsidiárias de instituições financeiras estrangeiras, em funcionamento no Brasil e de filiais e subsidiárias, no exterior, de instituições financeiras brasileiras;

b) a cooperação mútua e o intercâmbio de informações para a investigação de atividades ou operações que impliquem aplicação, negociação, ocultação ou transferência de ativos financeiros e de valores mobiliários relacionados com a prática de condutas ilícitas.”

No entanto, é importante lembrar que as instituições que não se enquadram como SD, MSP, SBSB ou SBMSP devem, para manter este status e evitar a obrigatoriedade de registro previamente descrita, observar os limiares mínimos estabelecidos pela CFTC e pela SEC, na esfera de competência de cada uma. Isto implica, para além dos impactos descritos na Seção 2.1.a, a determinação de uma linha de ação, pertinente à estratégia escolhida por cada instituição, em relação aos limites fixados pelos reguladores americanos e ao plano de negócios e de atuação no mercado de derivativos de balcão.

Uma primeira opção consiste na realização de um controle acurado dos negócios de derivativos de balcão com contrapartes norte-americanas e/ou com filias garantidas por contrapartes norte-americanas para que o estoque de operações registradas não exceda o limiar *de minimis* de US\$ 8 bilhões (em valor nocional nos últimos 12 meses, em termos consolidados). Este tipo de monitoramento implica limitar a expansão dos negócios com U.S. Persons, bem como, no caso de instituições com *parent companies* nos EUA, controlar a utilização de garantias providas pela matriz. Isto pode significar, com a aproximação em relação ao valor fixado pela CFTC, a recusa de clientes e de operações, análise da possibilidade de dispensa de requerimento de garantia, além de retração da liquidez do segmento.

Outra opção é simplesmente, de largada, restringir os negócios com derivativos de balcão exclusivamente às operações com clientes fora do escopo das regras norte-americanas, i.e., contrapartes estrangeiras e filias de contrapartes norte-americanas que não tenham garantias de U.S. Persons, para não precisar implantar controles focados no limiar *de minimis*. Para aquelas instituições que sejam subsidiárias ou filiais de bancos americanos, abrir mão nos contratos das garantias fornecidas pelas matrizes americanas é a solução equivalente. Essas instituições financeiras devem também estar atentas às seguintes proibições:

- Solicitação direta de swaps por meios eletrônicos, escritos ou por telefone;
- Disponibilização de preços de swaps em fóruns que possam incluir alguma contraparte norte-americana e/ou filial garantida e que os mesmos possam executar o negócio; e
- Participação em plataformas de negociação incluindo Swap Execution Facilities (SEFs), Designated Contract Markets (DCMs), Multilateral Trading Facilities (MTFs) ou qualquer meio eletrônico, nos quais contrapartes norte-americanas e/ou filiais garantidas são proibidas de entrar.

Neste contexto, esta opção implica, necessariamente, uma restrição à atuação da instituição no mercado de derivativos de balcão, globalmente e (mesmo) localmente.

Por fim, uma opção intermediária entre as duas aventadas acima também é possível, assim como uma estratégia que vise à expansão do peso da instituição no mercado de derivativos e que leve a um eventual registro como SD, MSP, SBSB ou SBMSP. Esta última possibilidade, entretanto, esbarra na barreira da elevada carga, e mesmo insegurança, regulatória associada ao registro numa destas categorias sem a adoção da observância substitutiva.

2.1.d. Impactos operacionais e observância substitutiva

A obtenção de um acordo de observância substitutiva é portanto importante para evitar a duplicação de requerimentos, a ocorrência de possíveis situações conflituosas entre as exigências

brasileiras e norte-americanas e de eventuais violações da legislação de sigilo devido à necessidade de envio de informações às autoridades norte-americanas – CFTC e SEC – e a fragmentação de mercado associada à possibilidade de cessar ou reduzir significativamente as operações entre contrapartes brasileiras e norte-americanas atuantes no mercado de derivativos de balcão.

Enquanto o Brasil não obtiver a observância substitutiva junto aos reguladores norte-americanos, qualquer instituição brasileira que venha a ter que se registrar como SD, MSP, SBSB ou SBMSP terá que cumprir integralmente com as obrigações no nível da entidade com relação às operações com derivativos de balcão contratadas tanto com contrapartes norte-americanas ou estrangeiras e, em diversos casos, deverá cumprir também com as obrigações no nível das transações.

É possível identificar, portanto, que os procedimentos adicionais imputados a estas instituições e os impactos “qualitativos” em termos da adaptação de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos, podem significar a mobilização de recursos significativos para fins de atendimento aos requerimentos dos reguladores norte-americanos. Representa, portanto, um desincentivo para que as instituições brasileiras expandam seus negócios com contrapartes norte-americanas e, assim, ampliem seu peso no mercado global de derivativos – ou mesmo mantenham os níveis atuais. E este desincentivo se torna mais intenso caso a observância substitutiva perante as autoridades norte-americanas não seja obtida.

Neste contexto, é possível que os impactos operacionais levantados acarretem alguma redução da liquidez do mercado brasileiro de derivativos, se materializando em impactos quantitativos (porém de difícil estimativa)⁸ em razão da limitação, retração ou deslocamento de negócios com *swaps* e *security-based swaps* com contrapartes norte-americanas ou afiliadas e conduites que contem com garantias de U.S. Persons e, no caso das instituições subsidiárias ou filiais de entidades norte-americanas, da utilização de garantias fornecidas pelas *parent companies*.

Para amenizar tais efeitos e possibilitar, com o devido resguardo, uma expansão do peso das instituições financeiras brasileiras no mercado global de derivativos – ou, pelo menos, evitar uma diminuição desta importância⁹ –, a obtenção de um acordo de observância substitutiva entre o Brasil e as reguladoras norte-americanas seria apropriada.

⁸ Devemos reconhecer que a possibilidade de fragmentação ou de redução da liquidez de mercado não depende exclusivamente da adoção de um acordo de *substituted compliance*. Todavia esses efeitos podem se verificar mais ou menos intensos, já que tais tendências podem ter origem tanto na contraparte brasileira (o que assumimos que sempre ocorrerá) como na contraparte ligada ou associada a uma U.S. person ou SD, MSP, SBSB e/ou SBMSP norte-americano (o que dependerá dos requerimentos a que estas entidades estarão sujeitas). Para exemplificar a partir de um impacto quantitativo, nos referimos ao trabalho da ISDA, “Revisiting Cross-Border Fragmentation of Global OTC Derivatives: Mid-year 2014 Update”, publicado em julho de 2014. Segundo levantamento da ISDA, entre os primeiros semestres de 2013 e de 2014, a parcela de contratos de swap de taxas de juros (IRS) europeus negociados entre contrapartes europeias e U.S. persons sobre o total caiu de 25% para 6% (p. 5). Em termos de volume, medido pelo valor notional dos contratos, a queda é de um patamar de cerca de € 660 bilhões para € 160 bilhões, ou uma redução de 75% de volume em menos de um ano (p. 6). A ISDA associa esta fragmentação aos requerimentos para negociação em ambientes eletrônicos que entraram em vigor nos EUA em outubro de 2013, reforçados em fevereiro de 2014 – que não contaram com qualquer acordo de *substituted compliance*.

⁹ De acordo com dados da Futures Industry Association (FIA), a BM&FBovespa ocupava, no final de 2014, o quinto lugar do *ranking* global do mercado de derivativos negociados/liquidados em bolsa a partir do critério de volume

Deve-se notar por outro lado que são esperados benefícios do acordo de *substituted compliance* (descritos acima) se considerarmos que a regulação do mercado local já está alinhada aos preceitos das reformas sugeridas no âmbito do G-20 e, portanto, que o acordo não acarretaria a transposição de normas especificamente adequadas à regulação norte-americana. Caso, porém, a obtenção do acordo tenha como contrapartida a modificação do atual arcabouço regulatório desse segmento no Brasil que, em nosso entender é sólido e converge para a estrutura almejada pelos fóruns internacionais, tal iniciativa perderia seu principal sentido e não representaria avanço para os participantes locais.

Em suma, o presente estudo está centrado nos potenciais impactos da obtenção ou não de um acordo de observância substitutiva levando-se em consideração a estrutura legal e regulatória atualmente em vigor para o mercado de derivativos de balcão no Brasil. Caso as discussões para a obtenção de referida observância substitutiva venham a impactar a estrutura regulatória brasileira, o presente estudo deverá ser revisado, não havendo garantias de que os resultados permanecerão os mesmos.

2.2. Regulamento Europeu das Infraestruturas de Mercado (EMIR)

2.2.a. Impactos operacionais imediatos

Assim como no caso da regulação norte-americana, a regulamentação europeia estabelece que as medidas do EMIR devem se aplicar aos participantes estrangeiros que atuem no mercado de derivativos de balcão europeu, também de acordo com seu peso e sua cadeia de relações com contrapartes europeias.

De maneira similar, a União Europeia possui uma metodologia de classificação de contrapartes para fins de aplicação das regras de EMIR quanto a *clearing*, técnicas de mitigação de risco e *reporting*. Em suma, existem duas categorias principais, quais sejam:

“Financial Counterparties” (FC), instituições financeiras reguladas na EU; e

“Non-Financial Counterparties”, que são as demais instituições. Estas, por sua vez, se dividem entre qualificadas (NFC+) ou não qualificadas (NFC-), a depender do volume de derivativos de balcão sem finalidade de hedge que celebrem no mercado¹⁰.

Diferentemente do caso norte-americano, porém, as regras europeias não exigem o registro do participante estrangeiro (chamado genericamente de *“Third Country Entity”* ou *“TCE”*) numa categoria específica. Assim, para fins da aplicação extraterritorial do EMIR, consideram-se as seguintes situações:

negociado/liquidado, atrás apenas da CME Group, Intercontinental Exchange, Eurex e National Stock Exchange of India.

(https://fimaf.fia.org/sites/default/files/content_attachments/2014%20FIA%20Annual%20Volume%20Survey%20E2%80%93%20Charts%20and%20Tables.pdf).

¹⁰ As obrigações contidas no EMIR aplicam-se de forma muito semelhante para uma FC e para uma NFC+, com as principais diferenças restritas às questões relacionadas às técnicas de mitigação de risco de derivativos não liquidados em contraparte central. Para NFC-, os requisitos de EMIR são menos restritivos.

Quando a instituição financeira brasileira celebra derivativos de balcão com uma contraparte europeia; ou

Quando a instituição financeira brasileira celebra derivativos de balcão com qualquer cliente¹¹ não europeu, inclusive brasileiro, desde que tais contratos se encaixem no conceito de “contratos com um efeito direto, substancial e previsível na União Europeia”¹².

Na primeira situação, as normas de EMIR preveem que a contraparte europeia responda diretamente pela observância dos requerimentos. Isso não significa que não há impactos, uma vez que tais contrapartes europeias, obrigadas por si só a cumprir os requisitos de EMIR, serão obrigadas a negociar termos contratuais condizentes com tais obrigações, deixando poucas opções para a instituição financeira brasileira sua contraparte, que não sejam atender aos requerimentos ou não operar com as contrapartes em questão.

No segundo caso, as regras europeias se aplicam quando os contratos de derivativos de balcão celebrados entre as partes TCE, uma vez que pelo menos um dos três critérios a seguir sejam observados: (i) valor dos contratos com garantias de entidades financeiras estabelecidas na União Europeia supera € 8 bilhões; (ii) valor das garantias fornecidas pela entidade europeia supera 5% da soma de suas exposições correntes; e (iii) contratos são firmados por filiais (*branches*) de instituições estrangeiras estabelecidas na União Europeia (classificadas como contrapartes financeiras).

Assim, as instituições brasileiras que possuem relações com contrapartes europeias tiveram que passar a monitorar as contrapartes com as quais operam, determinar se os contratos pactuados se encaixam no conceito acima, analisando as operações que realizam para fins de apuração dos montantes negociados com garantias de contrapartes financeiras europeias. Para o primeiro controle, mudanças nas políticas e procedimentos internos foram realizadas, ao passo que o segundo controle depende das estratégias de negócio em curso e do status e da ligação da entidade com instituições financeiras estabelecidas na União Europeia.

Monitoramento da posição da instituição em relação aos limiares para contratos com efeitos previsíveis, substanciais e diretos na União Europeia:

- Mudanças de sistema e de políticas internas para identificação de contratos com garantia de instituições financeiras estabelecidas na União Europeia
- Imposição de limites para operações de derivativos com garantias de instituições financeiras estabelecidas na União Europeia e introdução de sistemas para monitoramento desta medida
- Monitoramento da exposição total da instituição em base contínua

¹¹ Desde que ele pudesse ser considerado um FC ou NFC+ se fosse constituído sob as leis da UE.

¹² No original: “a direct, substantial and foreseeable effect within the EU”. Nota-se que a redação é muito similar àquela prevista no artigo 722(d) do Dodd-Frank Act para a aplicação extraterritorial desta norma, vista acima. Ver artigos 4(1)(a)(v) e 11(12) do EMIR.

2.2.b. Impactos operacionais derivados da classificação dos derivativos como contratos com um efeito previsível, substancial e direto na União Europeia

Nos casos em que se considerar que contratos de derivativos tenham efeito previsível, substancial e direto na União Europeia, a instituição estrangeira elegível será obrigada a obedecer integralmente aos requerimentos do EMIR e se reportar às autoridades europeias, em especial, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), sendo responsável pelo envio de documentos e manutenção de registros, bem como pela revisão de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos para se adequar às normas europeias, entre elas, as seguintes:

Necessidade de ajuste de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos para adequação aos seguintes requerimentos:

- Obrigatoriedade de liquidação de determinados contratos em contrapartes centrais autorizadas (qualificadas) pelas autoridades europeias, no caso de ao menos uma das partes ser equiparável a uma FC ou NFC+;
- Adoção de técnicas para mitigação de risco para contratos não liquidados em contraparte central:
 - Realização de marcação a mercado diária
 - Realização da confirmação dos contratos tempestivamente
 - Reconciliação de portfólio
 - Compressão de portfólio
 - Disposição de mecanismos de resolução de disputas
 - Regras para trocas de garantias, de forma tempestiva, precisa e com a devida segregação (em especial, para transações intragrupo)

A obtenção de uma determinação de *equivalência* da Comissão Europeia¹³ mitiga significativamente a necessidade de cumprimento de todos os requerimentos detalhados acima e da realização das adaptações de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos das instituições para fins de cumprimento das regras europeias. As transações realizadas por instituições estrangeiras cujos contratos eventualmente se enquadrem no conceito de *contratos com um efeito previsível, substancial e direto na União Europeia*, uma vez vigente a *equivalência*, serão monitoradas pelas autoridades europeias através do intercâmbio de informações com os reguladores do país estrangeiro, garantindo, assim, a supervisão efetiva deste mercado. Ademais, este arranjo elimina a necessidade de implementar os controles descritos na Seção 2.2.a.

¹³ A avaliação de equivalência pode abranger os três conjuntos de requerimentos individualmente, da seguinte forma: (i) requerimentos de registro e requerimentos incidentes sobre os repositórios de negócios; (ii) requerimentos de liquidação e requerimentos incidentes sobre as contrapartes centrais (atribuição do status de contraparte central qualificada); e (iii) requerimentos relativos às técnicas para mitigação de risco de contratos de balcão.

A utilização do termo “mitiga significativamente”, ao invés de “elimina”, se deve ao fato de que impactos indiretos sobre as instituições estrangeiras não podem ser descartados. Isto é, caso sejam realizadas transações com contrapartes financeiras europeias, devido aos requerimentos aplicáveis a estas entidades, alguns impactos operacionais indiretos podem vir a serem sentidos: eventualmente, a necessidade de liquidação de algum contrato em contraparte central autorizada (qualificada); formas contratuais que sigam o padrão regulatório europeu; o envio de informações no leiaute requerido pela contraparte europeia; etc. Entretanto, nestas situações, a responsabilidade e a carga regulatória incidem sobre as entidades europeias e não sobre as contrapartes estrangeiras.

2.2.c. Impactos operacionais sobre contratos derivativos que não tenham um efeito previsível, substancial e direto na União Europeia

Diferentemente da regulamentação norte-americana, caso os contratos negociados por instituições estrangeiras (incluindo, em especial, as brasileiras) não sejam considerados como *contratos que tenham um efeito previsível, substancial e direto na União Europeia*, nenhuma das disposições do EMIR aplicam-se diretamente a tais instituições.

Da mesma forma que descrito na Seção 2.2.b, indiretamente, contudo, caso as instituições brasileiras negociem com contrapartes FC ou NFC+ europeias, em função dos requerimentos incidentes sobre estas entidades, alguns impactos operacionais poderão ser sentidos: a necessidade de liquidação de algum contrato em contraparte central autorizada; formas contratuais que sigam o padrão regulatório europeu; o envio de informações no leiaute requerido pela contraparte europeia; etc. Entretanto, frisamos mais uma vez, a responsabilidade e a carga regulatória nestas situações incidem sobre as entidades europeias e não sobre as contrapartes brasileiras.

2.2.d. Impactos operacionais e equivalência

Considerando que na data deste estudo o Brasil não ainda não obteve *equivalência* junto à Comissão Europeia, qualquer instituição brasileira cujos *contratos sejam considerados com um efeito previsível, substancial e direto na União Europeia* terá que cumprir integralmente, entre outros requerimentos, com as obrigações de liquidação em contraparte central em entidades autorizadas a funcionar pela ESMA ou adoção das técnicas de mitigação de risco para aqueles contratos liquidados fora de contraparte central.

Neste caso, existe uma carga regulatória adicional imputada às instituições brasileiras que sejam contrapartes em tais contratos, acarretando impactos “qualitativos” em termos da adaptação de políticas, procedimentos, controles e sistemas internos, que podem significar a mobilização de recursos significativos para fins de atendimento às regras europeias. Há, dessa forma, um desincentivo para que as instituições brasileiras expandam seus negócios com contrapartes financeiras europeias e, assim, ampliem seu peso no mercado global de derivativos – ou mesmo mantenham os níveis atuais.

Todavia, no caso da obtenção de uma determinação de *equivalência* por parte da Comissão Europeia, o conjunto de impactos operacionais diretos sobre as instituições brasileiras é, simplesmente, eliminado (ainda que impactos indiretos não possam ser descartados).

Esta determinação ganha ainda uma relevância adicional, associada ao fato de que a obtenção do status de *equivalência* é um pré-requisito para o reconhecimento das infraestruturas de mercado brasileiras pelas autoridades europeias, em especial, a obtenção do status de *contraparte central qualificada* pela BM&FBovespa. Esta questão será tratada na Seção 3 a seguir.

Contraparte central qualificada

3.1. EUA

Após as mudanças introduzidas por Basileia III, e a incorporação das mesmas ao arcabouço regulatório norte-americano, o monitoramento das exposições dos bancos norte-americanos às contrapartes centrais (CCPs) passou a integrar o cotidiano do gerenciamento de capital destas instituições. Isso se aplica tanto às CCPs nacionais como às estrangeiras, abarcando, no caso brasileiro, as câmaras de compensação da BM&FBovespa.

Segundo as regras norte-americanas, a classificação das câmaras da BM&FBovespa como QCCP deve ser realizada e determinada, individualmente, por cada instituição financeira americana, que deve apresentar aos reguladores – em especial, ao Federal Reserve – as justificativas que atestem sua decisão. Nesse caso, não há acordo ou arranjo de harmonização possível – i.e., não existe mecanismo similar à observância substitutiva para os requerimentos incidentes sobre as contrapartes centrais.

A classificação ou não das câmaras da BM&FBovespa como Qualifying CCP (QCCP) para fins da regulação americana é importante para determinar o fator de ponderação pelo risco incidente sobre as exposições dos bancos norte-americanos à bolsa brasileira. Há duas possibilidades:

- BM&FBovespa é QCCP:

- Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre qualquer exposição: 2%

- Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre a exposição ao fundo de garantia de liquidação (mutualização de perdas): depende do fator de concentração, participação no default fund e do capital hipotético da CCP, com fatores de multiplicação mitigados

- BM&FBovespa NÃO é QCCP:

- Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre qualquer exposição corresponde ao FPR genérico da exposição: 0-100%

- Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre a exposição ao fundo de garantia de liquidação (mutualização de perdas): depende do fator de concentração, participação no *default fund* e do capital hipotético da CCP

Os impactos no segundo caso são claros e imediatos: uma vez que as infraestruturas de mercado brasileiro não sejam classificadas como qualificadas por cada instituição financeira norte-americana que tenha exposição a tais infraestruturas, espera-se uma redução da exposição das

instituições financeiras americanas à contraparte central brasileira, como forma de mitigar o capital regulamentar exigido pelos reguladores norte-americanos. Esta redução de exposição pode ser significativa e pode impactar diretamente a realização de negócios entre contrapartes norte-americanas e brasileiras no mercado de derivativos listados – e, portanto, a internacionalização do mercado brasileiro de derivativos.

No entanto, de forma a viabilizar a classificação da bolsa como QCCP pelas instituições financeiras norte-americanas, as regras e procedimentos das câmaras da BM&FBovespa passaram por alguns ajustes, já aprovados pelo BCB, visando maior nível de aderência aos Princípios para Infraestrutura de Mercado (PFMIs)¹⁴ e a outras regras estrangeiras.

Dentre tais ajustes, em vigor desde 5 de março de 2014, destacam-se os seguintes:

- (i) instituição de contribuição da BM&FBovespa para os fundos destinados à mutualização de perdas decorrentes de inadimplência de membros de compensação das câmaras;
- (ii) estabelecimento de limite para o montante total aportado pelo membro de compensação ao fundo de mutualização de perdas durante determinado período;
- (iii) inclusão de regras sobre a preservação da compensação de obrigações e direitos em caso de inadimplência ou falência da BM&FBovespa; e
- (iv) aumento do nível de confiança do modelo de cálculo de margem da câmara de ações, de 95% para, no mínimo, 99%.

Uma vez que a etapa de modificação do regulamento das câmaras já foi cumprida, aproximando as regras segundo as quais as infraestruturas brasileiras operam em relação aos PFMIs e às normas norte-americanas, não parece haver maiores consequências operacionais para além da adaptação das instituições financeiras ao *modus operandi* dos novos regulamentos.

3.2. União Europeia

Na Seção 2.2, mencionamos que a avaliação de *equivalência*, realizada pela ESMA e ratificada (ou não) pela Comissão Europeia, pode abranger três conjuntos de requerimentos, cada qual individualmente: (i) requerimentos de registro dos contratos de derivativos e requerimentos incidentes sobre os repositórios de negócios; (ii) requerimentos de liquidação dos contratos de derivativos e requerimentos incidentes sobre as CCPs; e (iii) requerimentos relativos às técnicas para mitigação de risco de contratos de derivativos de balcão.

A classificação de uma CCP estrangeira como *qualificada* ou não qualificada depende de uma determinação da ESMA, mas não só. Segundo a sistemática definida pelas autoridades europeias, o reconhecimento de uma CCP estrangeira como QCCP pela ESMA requer primeiro que a Comissão Europeia classifique o arcabouço regulatório da jurisdição onde essa CCP opera como *equivalente* ao EMIR, baseado na robustez do ambiente legal e regulatório desta jurisdição. Em seguida, cabe à ESMA avaliar se as regras específicas da CCP são comparáveis e compartilham dos

¹⁴ <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.

mesmos objetivos regulatórios dos padrões estabelecidos pela reguladora europeia. Cumpridas as etapas anteriores, a ESMA finalmente decide pela atribuição ou não do status de QCCP para a infraestrutura de mercado estrangeira.

Até a conclusão deste texto¹⁵, a ESMA havia reconhecido um total de dez CCPs estrangeiras – todas estabelecidas nas quatro jurisdições que obtiveram acordos de equivalência até então¹⁶. Tal valor corresponde apenas a uma parcela pequena do total de pedidos de reconhecimento enviados por CCPs estrangeiras ao longo dos três anos de vigência do EMIR¹⁷.

Esta classificação como QCCP é relevante para fins do EMIR e da supervisão do mercado de derivativos de balcão europeu, pois ela determina a possibilidade de que contrapartes financeiras europeias realizem os registros e a liquidação exigidos pela regulamentação europeia nestes ambientes, sem causar nenhum efeito disruptivo no mercado. Entretanto, o alcance desta classificação vai além do mercado de derivativos: ela também está associada à regulação prudencial bancária.

Da mesma forma que no caso norte-americano, após as mudanças introduzidas por Basileia III, a incorporação das mesmas ao arcabouço regulatório europeu através da Diretiva de Requisitos de Capital IV (CRD IV)¹⁸ e do Regulamento sobre Requisitos de Capital (CRR)¹⁹, o monitoramento das exposições das instituições financeiras europeias às CCPs, europeias ou estrangeiras, integrará cotidianamente seu gerenciamento de capital.

Conforme seja atribuído ou não o status de QCCP às câmaras da BM&FBOVESPA, alteram-se os fatores de ponderação pelo risco (FPRs) incidentes sobre as exposições das instituições financeiras europeias às operações cursadas na bolsa brasileira. Considerando a aderência da regulamentação europeia e norte-americana aos padrões definidos pelo Comitê de Basileia, os impactos em termos de FPRs são similares:

- BM&FBovespa é QCCP:
 - Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre qualquer exposição: 2%
 - Fator de Ponderação pelo Risco incidente sobre a exposição ao fundo de garantia de liquidação (mutualização de perdas): depende do fator de concentração, participação no *default fund* e do capital hipotético da CCP, com fatores de multiplicação mitigados.

¹⁵ http://www.esma.europa.eu/system/files/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf.

¹⁶ São estas jurisdições: Austrália, Cingapura, Hong Kong, e Japão.

Adicionalmente, cabe mencionar que África do Sul, Canadá, Coreia do Sul, México e Suíça já tiveram a versão preliminar dos atos que regulamentarão os acordos de equivalência publicados. Resta a aprovação definitiva das autoridades europeias.

¹⁷ A morosidade e rigidez deste processo foram objeto de crítica da ESMA. Em 13 de agosto de 2015, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e Mercados publicou um total de quatro relatórios, analisando as provisões do EMIR e propondo alterações a este regulamento. O quarto destes relatórios (EMIR Review Report no.4) aborda o processo de reconhecimento de uma CCP estrangeira e sugere, inter alia, que o sistema de equivalência seja reformado. Este documento está disponível no seguinte endereço:

http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-1254_-_emir_review_report_no.4_on_other_issues.pdf.

¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>.

¹⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>.

- BM&FBovespa NÃO é QCCP:

- FPR incidente sobre qualquer exposição corresponde ao FPR genérico da exposição: 0-100%

- FPR incidente sobre a exposição ao fundo de garantia de liquidação (mutualização de perdas): depende do fator de concentração, participação no *default fund* e do capital hipotético da CCP

Assim, devido às normas de Basileia III, os impactos caso as câmaras da BM&FBovespa não obtenham o status de QCCP são claros e imediatos: espera-se uma redução da exposição das instituições financeiras europeias – e mesmo de suas filiais/subsidiárias, nos casos de apuração consolidada – à contraparte central brasileira, como forma de mitigar o capital regulamentar exigido. Esta redução de exposição pode ser significativa e pode impactar diretamente a realização de negócios entre contrapartes europeias e brasileiras no mercado de derivativos listados.

Até 15 de dezembro de 2015, a bolsa brasileira goza do status temporário de QCCP, após a extensão do período de transição para a determinação de qualificação das CCPs estrangeiras fornecida pela Comissão Europeia em 4 de junho de 2015²⁰²¹.

Neste contexto, a obtenção da *equivalência*, pré-requisito para a decisão da ESMA. Entendemos que as autoridades nacionais, cientes da relevância da obtenção da equivalência, têm conversado com as autoridades europeias, no intuito de esclarecer algumas consequências desse reconhecimento, inclusive a questão do significado e extensão do conceito de reciprocidade.

²⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0880&from=EN>.

Para além da prorrogação oficializada no dia 4/6/15, a Comissão Europeia já havia postergado o prazo de transição em duas ocasiões anteriores: a primeira, em 3 de junho de 2014, por meio do Regulamento de Execução nº 591/2014; a segunda extensão, em 11 de dezembro de 2014, por meio do Regulamento de Execução nº 1317/2014. Estes dois documentos estão disponíveis no seguinte endereço:

http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/acts/implementing/index_en.htm.

²¹ A World Federation of Exchanges (WFE), em ofício encaminhado para a Comissão Europeia no dia 02/09/2015, demonstrou sua preocupação com os atrasos e a falta de transparência no processo de obtenção do acordo de Equivalência (e, por conseguinte, no reconhecimento de CCPs não-europeias). Em especial, a WFE chamou atenção para os efeitos perversos do adiamento deste processo sobre as economias emergentes.

Impactos quantitativos

O status temporário de QCCP para as câmaras da BM&FBovespa vence em 15/12/15. A partir desta data, se não houver uma determinação de *equivalência* e o anúncio da ESMA sobre a obtenção da classificação como QCCP pela ESMA, a bolsa brasileira deverá ser tratada como N-QCCP. A apuração consolidada dos requerimentos de capital referente ao 1º trimestre de 2016 já deverá levar em conta esta classificação.

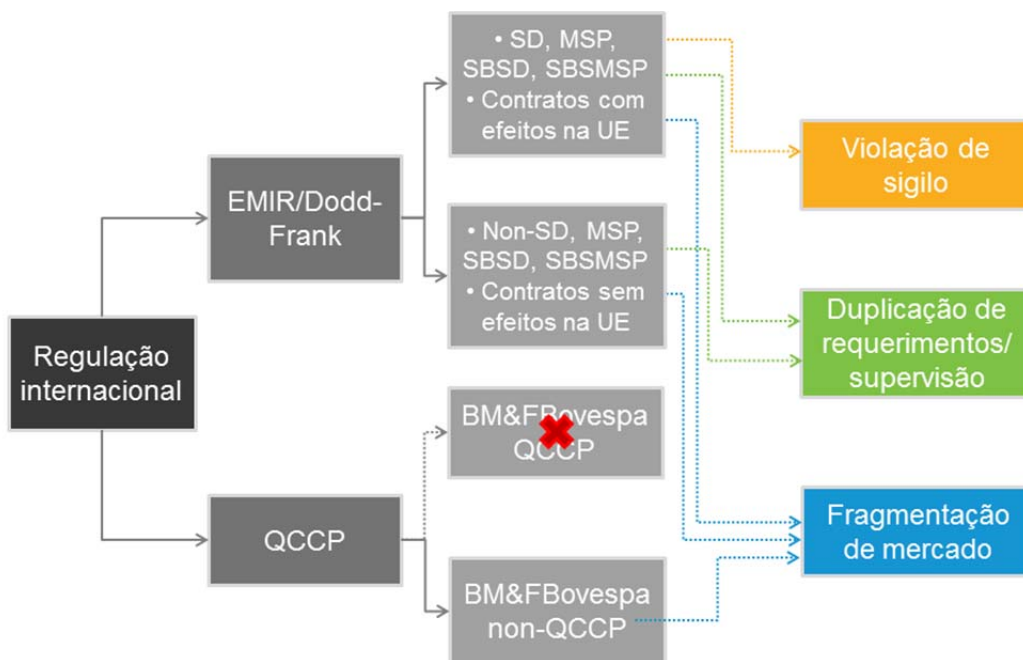
A perspectiva é que, caso este cenário pessimista se concretize, haja uma realocação significativa da liquidez do segmento de derivativos, em detrimento da bolsa brasileira e em favor de outras CCPs autorizadas ou denominadas QCCPs pela ESMA. Isso porque o requerimento de capital das instituições impactadas aumentará em função da sua exposição em operações com derivativos, perante a BM&FBovespa, que correspondia, em valores agregados, a € 121 bilhões (R\$ 390,3 bilhões) em 31/12/2014²².

Entretanto, é importante destacar que, apesar dos impactos diretos estejam associados às posições de instituições europeias, com requerimentos de capital majorados e subsequente perda competitividade em relação aos demais participantes, os efeitos mencionados afetariam a capacidade de formação de mercados e preços pelos agentes locais. Afinal, apesar do processo de migração do mercado de derivativos para CCP estar avançando no exterior, no Brasil ele já é um fato, o que significa que as alternativas de balcanização seriam muito limitadas. A principal resposta das instituições consolidadas na Europa ao não-reconhecimento da BM&FBovespa seria a migração para QCCPs constituídas em jurisdições consideradas equivalentes, resultando em uma redução significativa da liquidez e da profundidade do mercado doméstico, afetando todos agentes que nele operam.

Esta potencial fragmentação é significativa e extremamente relevante do ponto de vista estratégico, levando em conta a possibilidade de internacionalização do mercado de derivativos brasileiro e a emergência do Brasil como um *player* global neste segmento.

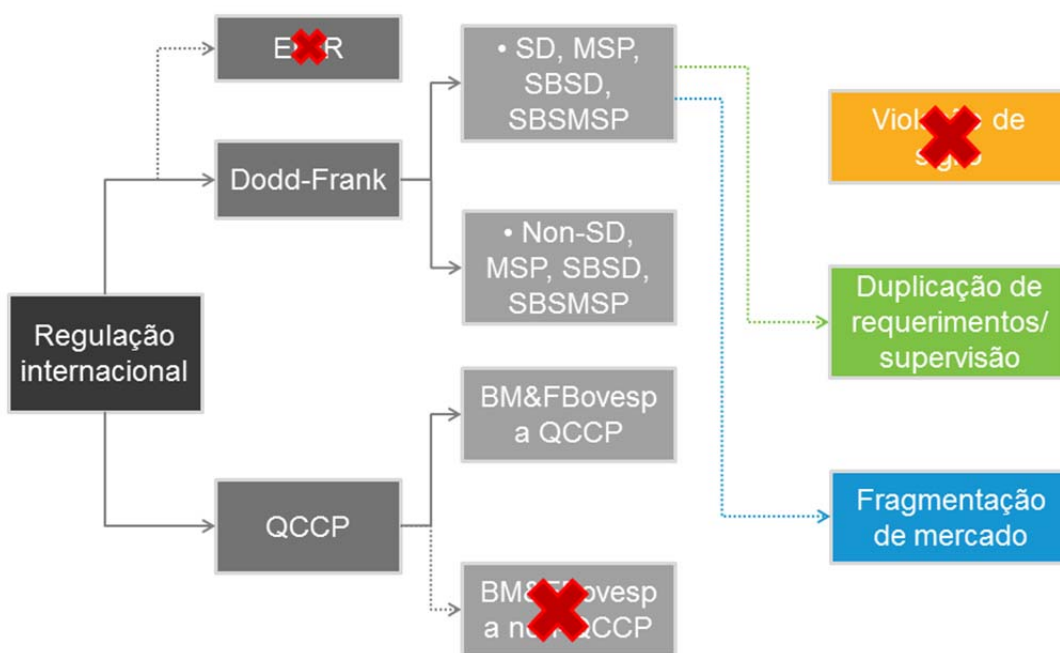
²² É importante notar que o valor mencionado resulta do agregado da exposição financeira (não nocional) dos veículos cujos balanços são consolidados na Europa à câmara de derivativos da bolsa. Ou seja, o número diz respeito, por exemplo, às exposições de filiais ou subsidiárias brasileiras de bancos sediados na Europa; em contrapartida, não engloba a exposição de filiais ou subsidiárias de bancos americanos, por exemplo, em Londres (apesar destes serem também impactados, caso mantenham exposições à BM&FBovespa). Também não estão incluídos fundos de investimento, mesmo aqueles consolidados sob instituições bancárias.

Figura 1: Impactos genéricos sobre as instituições brasileiras SEM observância substitutiva e equivalência



Fonte: Elaboração Própria.

Figura 2: Impactos genéricos sobre as instituições brasileiras COM observância substitutiva e equivalência



Fonte: Elaboração Própria.

Anexo I: Lista de Swap Dealers registrados na National Futures Association (NFA)

Instituição	País	Data*	Filial/Subsidiária no Brasil
COMMERZBANK AG	Alemanha	12/31/2012	Não
DEUTSCHE BANK AG	Alemanha	12/31/2012	Sim
UNICREDIT BANK AG	Alemanha	04/22/2013	Não
AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP LTD	Austrália	01/29/2013	Não
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Austrália	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS FINANCIAL MARKETS PTY LTD	Austrália	12/23/2013	Não
MACQUARIE BANK LIMITED	Austrália	12/31/2012	Não
NATIONAL AUSTRALIA BANK LIMITED	Austrália	12/31/2012	Não
WESTPAC BANKING CORPORATION	Austrália	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS DO BRASIL BANCO MULTIPLO SA	Brasil	08/29/2014	-
BANK OF MONTREAL	Canadá	12/31/2012	Não
BANK OF NOVA SCOTIA THE	Canadá	12/31/2012	Não
CANADIAN IMPERIAL BANK OF COMMERCE	Canadá	12/31/2012	Não
ROYAL BANK OF CANADA	Canadá	12/31/2012	Não
TORONTO DOMINION BANK THE	Canadá	12/31/2012	Não
J ARON & COMPANY SINGAPORE PTE	Cingapura	03/06/2014	Não
DANSKE BANK AS	Dinamarca	03/03/2014	Não
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	Espanha	03/31/2013	Não
BANCO SANTANDER SA	Espanha	07/08/2013	Sim
BANK OF AMERICA NA	EUA	12/31/2012	Não
BANK OF NEW YORK MELLON THE	EUA	12/31/2012	Sim
BP ENERGY COMPANY	EUA	07/29/2013	Não
BTIG LLC	EUA	10/01/2014	Não
CARGILL INCORPORATED	EUA	02/28/2013	Não
CITIBANK N A	EUA	12/31/2012	Sim
CITIGROUP ENERGY INC	EUA	12/31/2012	Não
CITIGROUP GLOBAL MARKETS INC	EUA	12/31/2012	Não
DB ENERGY TRADING LLC	EUA	12/11/2014**	Não
FIFTH THIRD BANK	EUA	10/20/2014	Não
FOREX CAPITAL MARKETS LLC	EUA	12/31/2012	Não
FXDIRECTDEALER LLC*	EUA	01/14/2015**	Não
GAIN GTX LLC	EUA	02/27/2013	Não
GLOBAL FUTURES & FOREX LTD	EUA	10/30/2014**	Não
GOLDMAN SACHS & CO	EUA	12/31/2012	Sim
GOLDMAN SACHS BANK USA	EUA	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS FINANCIAL MARKETS LP	EUA	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS MITSUI MARINE DERIVATIVE PRODUCTS LP	EUA	12/31/2012	Não
HSBC BANK USA NA	EUA	12/31/2012	Não
IBFX INC	EUA	09/04/2013	Não
ING CAPITAL MARKETS LLC	EUA	12/31/2012	Não
INTL FCSTONE MARKETS LLC	EUA	12/31/2012	Não
J ARON & COMPANY	EUA	12/31/2012	Não
JEFFERIES DERIVATIVE PRODUCTS LLC	EUA	01/31/2013	Não
JEFFERIES FINANCIAL PRODUCTS LLC	EUA	08/13/2014	Não
JEFFERIES FINANCIAL SERVICES INC	EUA	01/31/2013	Não
JP MORGAN SECURITIES LLC	EUA	12/31/2012	Não
JP MORGAN VENTURES ENERGY CORPORATION	EUA	12/31/2012	Não

Instituição	País	Data*	Filial/Subsidiária no Brasil
JPMORGAN CHASE BANK NATIONAL ASSOCIATION	EUA	12/31/2012	Sim
KEYBANK NATIONAL ASSOCIATION	EUA	11/29/2013	Não
MACQUARIE ENERGY LLC	EUA	12/31/2012	Não
MERRILL LYNCH CAPITAL SERVICES INC	EUA	12/31/2012	Não
MERRILL LYNCH COMMODITIES INC	EUA	12/31/2012	Não
MERRILL LYNCH FINANCIAL MARKETS INC	EUA	12/31/2012	Sim
MITSUI & CO PRECIOUS METALS INC	EUA	01/30/2015**	Não
MIZUHO CAPITAL MARKETS CORPORATION	EUA	12/31/2012	Não
MIZUHO SECURITIES USA INC	EUA	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY & CO LLC	EUA	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY BANK NA	EUA	12/31/2012	Sim
MORGAN STANLEY CAPITAL GROUP INC	EUA	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY CAPITAL PRODUCTS LLC	EUA	01/05/2015	Não
MORGAN STANLEY CAPITAL SERVICES LLC	EUA	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY DERIVATIVE PRODUCTS INC	EUA	12/31/2012	Não
NEWEDGE USA LLC	EUA	01/02/2015**	Não
NOMURA DERIVATIVE PRODUCTS INC	EUA	12/31/2012	Não
NOMURA GLOBAL FINANCIAL PRODUCTS INC	EUA	12/31/2012	Não
NORTHERN TRUST COMPANY THE	EUA	04/30/2013	Não
PNC BANK NATIONAL ASSOCIATION	EUA	01/31/2013	Não
RJ OBRIEN ASSOCIATES LLC	EUA	03/31/2013	Não
SG AMERICAS SECURITIES LLC	EUA	01/01/2015	Não
SHELL TRADING RISK MANAGEMENT LLC	EUA	01/23/2014	Não
SMBC CAPITAL MARKETS INC	EUA	12/31/2012	Não
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	EUA	12/31/2012	Não
SUNTRUST BANK	EUA	05/30/2013	Não
US BANK NA	EUA	12/31/2012	Não
WELLS FARGO BANK NA	EUA	12/31/2012	Não
BNP PARIBAS	França	12/31/2012	Não
CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK	França	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS PARIS INC ET CIE	França	10/09/2013	Não
NATIXIS	França	12/31/2012	Não
SOCIETE GENERALE S A	França	12/31/2012	Sim
HONGKONG AND SHANGHAI BANKING CORPORATION LIMITED	Hong Kong	01/15/2014**	Não
JP MORGAN SECURITIES PLC	Inglaterra	10/09/2013	Não
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL BANK LIMITED	Irlanda	12/31/2012	Não
BANK OF TOKYO MITSUBISHI UFJ LTD THE	Japão	12/31/2012	Não
GOLDMAN SACHS JAPAN CO LTD	Japão	10/09/2013	Não
MERRILL LYNCH JAPAN SECURITIES CO LTD	Japão	12/23/2013	Não
MORGAN STANLEY MUFG SECURITIES CO LTD	Japão	12/31/2013	Não
GOLDMAN SACHS MEXICO CASA DE BOLSA SA DE CV	México	06/16/2015	Não
MORGAN STANLEY MEXICO CASA DE BOLSA SA DE CV	México	02/28/2014	Não
ABBAY NATIONAL TREASURY SERVICES PLC	Reino Unido	11/04/2013	Não
BARCLAYS BANK PLC	Reino Unido	12/31/2012	Sim
CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED	Reino Unido	10/09/2013	Não
CREDIT SUISSE INTERNATIONAL	Reino Unido	12/31/2012	Sim
CREDIT SUISSE SECURITIES EUROPE LIMITED	Reino Unido	07/01/2013	Não
ED&F MAN CAPITAL MARKETS LIMITED	Reino Unido	02/07/2014	Não
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	Reino Unido	12/31/2012	Não

Instituição	País	Data*	Filial/Subsidiária no Brasil
HSBC BANK PLC	Reino Unido	12/31/2012	Sim
JB DRAX HONORE UK LTD	Reino Unido	10/14/2013	Não
LLOYDS BANK PLC	Reino Unido	10/21/2013	Não
MERRILL LYNCH COMMODITIES EUROPE LIMITED	Reino Unido	12/23/2013	Não
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	Reino Unido	12/31/2012	Não
MITSUBISHI UFJ SECURITIES INTERNATIONAL PLC	Reino Unido	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY & CO INTERNATIONAL PLC	Reino Unido	12/31/2012	Não
MORGAN STANLEY BANK INTERNATIONAL LIMITED	Reino Unido	01/31/2014	Não
NOMURA INTERNATIONAL PLC	Reino Unido	12/31/2012	Não
ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC THE	Reino Unido	12/31/2012	Não
SOCIETE GENERALE NEWEDGE UK LIMITED	Reino Unido	12/31/2012	Não
STANDARD CHARTERED BANK	Reino Unido	12/31/2012	Sim
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB PUBL	Suécia	03/06/2014	Não
UBS AG	Suíça	12/31/2012	Não

Fonte: NFA, <https://www.nfa.futures.org/NFA-swaps-information/regulatory-info-sd-and-msp/SD-MSP-registry.HTML>.

* Formato americano;

** Data indicativa da retirada do status “pendente”, no registro das referidas instituições. Para as demais, indica a data de confirmação do registro provisório.

Anexo II: Lista de Major Swap Participants provisionalmente registrados na NFA

Instituição	País	Data*	Filial/Subsidiária no Brasil
COURNOT FINANCIAL PRODUCTS LLC	EUA	02/28/2013	Não
MBIA INSURANCE CORPORATION	EUA	05/08/2015**	Não

Fonte: NFA, <https://www.nfa.futures.org/NFA-swaps-information/regulatory-info-sd-and-msp/SD-MSP-registry.HTML>.

* Formato americano;

** Data indicativa da retirada do status “pendente” no registro da referida instituição. Para a outra, indica a data de confirmação registro provisório.

Regulação internacional do mercado de derivativos de balcão: potenciais impactos no mercado brasileiro

Produção:

Grupo de Trabalho de regulação
Internacional (GTRI)

Presidente

Denise Pauli Pavarina

Vice-Presidentes

Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carlos Massaru Takahashi, Gustavo Adolfo Funcia Murgel, José Olympio da Veiga Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes

Diretores

Alenir de Oliveira Romanello, Altamir Batista Mateus da Silva, Carlos Augusto Salamonde, Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza, Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Otávio Romagnolli Mendes, Richard Ziliotto, Saša Markus, Sylvio Araújo Fleury e Vital Meira de Menezes Junior.

Comitê Executivo

José Carlos Doherty, Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho, Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino.

Rio de Janeiro
Avenida República do Chile, 230
13º andar CEP 20031-170 + 21 3814 3800
São Paulo
Av. das Nações Unidas, 8501 21º andar
CEP 05425-070 + 11 3471 4200
www.anbima.com.br