

Reforma regulatória registra avanços em diversas frentes no primeiro trimestre de 2013 »

Um conjunto heterogêneo de mandatos da reforma regulatória progrediu no primeiro trimestre de 2013. O período também foi marcado pela adoção de Basileia III no Brasil e pelo início da vigência da nova regulação do mercado de derivativos de balcão na Europa (EMIR) e, parcialmente, nos Estados Unidos. [\[leia mais\]](#)

FSB indica que reforma e harmonização dos regimes de resolução ainda estão longe do ideal »

A revisão dos regimes de resolução em diversas jurisdições apontou para um estágio muito incipiente da reforma, demandando a ampliação dos poderes das autoridades, bem como o fortalecimento do regime para instituições não bancárias e a promoção da cooperação e harmonização entre diferentes jurisdições. [\[leia mais\]](#)

Impacto dos requerimentos de margem sobre a liquidez dos mercados gera mudanças na proposta »

Após a realização de um exercício de impacto quantitativo, a dupla BCBS-IOSCO reviu sua proposta para os requerimentos de margem para derivativos de balcão liquidados fora de contrapartes centrais, de modo a reduzir os impactos desses requerimentos sobre a disponibilidade de colateral nos mercados. [\[leia mais\]](#)

Produção de *benchmarks* passa a ser regulada no Reino Unido »

A FSA britânica passou a regular a produção de *benchmarks* financeiros, introduzindo requerimentos específicos para os administradores, como a criação de um código, e respectivos fornecedores de informações, como sua submissão a auditorias externas em base anual. [\[leia mais\]](#)

IOSCO exige maior rigor na distribuição de produtos complexos »

A IOSCO divulgou os princípios relativos aos requerimentos de *suitability* que devem orientar a distribuição de produtos complexos. O Relatório sugere a adoção de padrões mais rígidos de *suitability* no caso destes produtos, considerando inclusive a possibilidade de *banning*, com vistas à proteção apropriada aos clientes. [\[leia mais\]](#)

Alemanha aprova regulação para prevenir riscos e abusos de mercado no *high-frequency trading* »

Em meio às controvérsias em relação ao tratamento regulatório do HFT, o governo alemão acordou regras que irão reger a operação dos negócios com algoritmos e em alta frequência. O registro dos agentes, sua identificação nos negócios e limites para os intervalos de apregoação são algumas das medidas adotadas para prevenir os riscos e abusos de mercado por agentes que empreguem esta estratégia. [\[leia mais\]](#)

Padrões para o gerenciamento do risco de liquidez em fundos são definidos »

Os princípios definidos pela IOSCO buscam alinhar a liquidez dos ativos carregados pelos fundos com as perspectivas de saque e demais obrigações financeiras incorridas, de modo que este gerenciamento não gere nenhum descasamento de liquidez relevante. [\[leia mais\]](#)

Reforma regulatória registra avanços em diversas frentes no primeiro trimestre de 2013

▶ A adoção de Basileia III no Brasil, o início da vigência do EMIR na Europa e dos requerimentos de liquidação em contraparte central marcaram o primeiro trimestre de 2013. Além disso, diversas frentes de trabalho avançaram, contribuindo para o progresso da reforma regulatória em curso.

Os últimos anos foram marcados por intenso e extenso trabalho na reformulação da regulação financeira em nível global. Ainda assim, pode-se afirmar que a reforma regulatória se encontra em estágio incipiente: diversas peças importantes do novo arcabouço que irá reger a operação do sistema financeiro ainda estão em desenvolvimento e boa parte das mudanças já definidas aguarda sua transposição para os arcabouços de cada país para entrarem efetivamente em vigor.

Por um lado, o atual estágio da reforma reflete o atraso na implementação das mudanças, especialmente nos centros financeiros de maior importância, tal como destacado na [edição anterior do Radar ANBIMA](#). Por outro lado, há a intenção de que as reformas sejam promovidas de forma gradual, de modo que o possível impacto negativo sobre a disponibilidade de crédito e liquidez seja minimizado.

O primeiro trimestre de 2013 se destacou por avanços em diversas frentes da reforma. Progrediu-se também na adoção das mudanças em cada país e, em especial, uma série de medidas relevantes entrou em vigor nos principais mercados financeiros.

Em relação à definição dos padrões regulatórios internacionais, registrou-se um avanço importante em dois mandatos. No que tange ao tratamento dos produtos complexos, a IOSCO publicou o relatório final sobre os requerimentos de *suitability* (dever de verificar a adequação do produto ao perfil do cliente) em sua distribuição e consulta sobre a regulação de produtos estruturados vendidos ao varejo. Já no campo da regulação dos derivativos de balcão, a dupla IOSCO-BCBS divulgou uma segunda consulta, de caráter semifinal, sobre os requerimentos de margem para contratos não liquidados por meio de contraparte central.

Em relação à implantação das reformas nos arcabouços de cada jurisdição, podemos destacar alguns acontecimentos. O número de países que já adotaram regras finais de Basileia III, iniciando a implementação do novo Acordo, cresceu substancialmente entre os dois últimos relatórios de progresso, um datado de outubro de 2012 e o mais recente de abril de 2013. Inclusive, vale ressaltar que em diversas jurisdições regras finais já vigoram: esse é o caso de 11 dos 27 países monitorados pelo BCBS. Destaca-se que, em março, o BCB publicou as primeiras regras de Basileia III, referente aos requerimentos de capital, e o Brasil se juntará a este grupo de países no início de outubro.

Também avançou a reforma nos mercados locais de derivativos de balcão. Nos Estados Unidos, em 11/3, um primeiro conjunto de contratos de derivativos de balcão começou a ser liquidado em contraparte central por *swap dealers* e *major swap participants*, dando início ao atendimento a

mais um dos objetivos da reforma acordada em suas fronteiras – outro objetivo, relativo ao registro dos contratos em sistemas de registro, já havia sido parcialmente implantado em 12/12/12 e irá vigorar integralmente a partir de setembro de 2013.

Em paralelo, a regulação de implementação das infraestruturas de mercado (EMIR) na Europa entrou em vigor no dia 15/3, tornando efetivamente obrigatório o registro das operações com derivativos e introduzindo requerimentos de liquidação em contraparte central para determinadas classes de contratos. Além disso, a EMIR também passou a prever uma série de requerimentos operacionais e organizacionais para sistemas de registro (*trade repositories*) e câmaras de compensação.

Com alcance global, vale mencionar que passos importantes foram dados para que o LEI comece a operar ainda em 2013. As primeiras unidades locais de operação já foram definidas, em caráter preliminar: a americana DTCC/SWFIT, a alemã WM Datenservice, a turca Takasbank, e a russa National Settlement Depository são exemplos. Admite-se que os registros por elas definidos (no formato acordado) já poderão ser aceitos como pré-LEIs em nível global.

Com efeito, é possível identificar que diversos esforços relacionados à reforma regulatória começaram a se materializar nestes primeiros meses de 2013. Ainda assim, há um longo caminho a percorrer, o que significa que as discussões e seus desdobramentos ocuparão a agenda dos mercados financeiro e de capitais nos próximos anos.

Direto da fonte:

Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance, FSB, 08/02/2013:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130216a.pdf

Basileia III no Brasil, Informe de Legislação nº 15, ANBIMA, 07/03/2013:

http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2013_015.asp

1st Progress Note on the Global LEI Initiative, FSB, 08/03/2013:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130308.pdf

Report to G20 on implementation of Basel III, BCBS, 12/04/2013:

<http://www.bis.org/publ/bcbs249.pdf>

OTC Derivatives Market Reform - 5th Progress Report, FSB, 15/04/2013:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130415.pdf

Regimes de resolução adotados em diferentes jurisdições são analisados pelo FSB

► A constituição efetiva desses mecanismos de resolução é de suma importância para garantir que contrapartes centrais, que terão sua relevância sistêmica ampliada, não se tornem grandes demais para falir e imprimam maiores riscos para a estabilidade financeira.

Em 2011, o FSB divulgou o documento que delineia os atributos considerados primordiais para a efetividade dos regimes de resolução das instituições financeiras. Esses novos padrões foram acordados de modo a constituir uma resposta às atribulações causadas pelos episódios de falência ocorridos durante a crise de 2008-9. Nesse contexto, concluiu-se que é necessário garantir a rápida resolução de instituições em processo de falência, que mitigue impactos negativos sobre a estabilidade do sistema financeiro e não sobrecarregue os contribuintes – principalmente no caso de instituições sistemicamente importantes.

Esse documento propôs diversas mudanças, que passavam por doze características do processo de resolução de instituições problemáticas: (1) escopo de incidência dos regimes; (2) autoridade de resolução; (3) poderes de resolução; (4) segregação dos ativos dos clientes; (5) salvaguardas; (6) *funding* de instituições em resolução; (7) condições para cooperação entre diferentes jurisdições; (8) grupos de administração de crises; (9) acordos de cooperação transfronteiriça específicos a instituições; (10) avaliações de solvabilidade; (11) recuperação e planejamento de resolução; (12) acesso à informação.

Desde então, o FSB iniciou um processo de avaliação dos regimes adotados por diferentes jurisdições, bem como passou a monitorar as reformas regulatórias sobre o tema. Em 11/4/13, foi publicado o resultado de um levantamento – *peer review* – que escrutina as características dos regimes de 24 países, comparando o que já existe ao que foi proposto na reforma acordada.

O FSB destacou a promoção de reformas em diversas jurisdições, mas ressaltou que as mudanças ainda se encontram num estágio incipiente: um longo caminho ainda deverá ser percorrido para alinhar os dispositivos de cada país aos atributos-chave delineados. Em especial, destacou-se que, em diversos países, as autoridades não possuem poderes suficientes para a resolução das instituições, como, por exemplo, poderes para converter dívidas em capital ou suspender determinados contratos.

Outro resultado de particular importância é que o regime para a resolução de instituições não bancárias ainda é muito inferior ao desenvolvido para instituições bancárias. É necessário que se amplie significativamente o escopo de incidência dos regimes e os poderes das autoridades. Vale ressaltar que a criação efetiva desses mecanismos de resolução é de suma importância no caso de infraestruturas de mercado, em especial, contrapartes centrais, que irão concentrar, cada vez mais, um maior número de negócios, como resultado das reformas implementadas no mercado de derivativos de balcão, e terão, conseqüentemente, sua relevância sistêmica ampliada.

Por fim, a revisão também chamou atenção para a falta de harmonização entre os regimes adotados em cada país e, principalmente, a falta de mecanismos que garantam a cooperação e a troca de informações entre diferentes jurisdições. Há muito espaço para a promoção dessa harmonização transfronteiriça e para o desenvolvimento de acordos de cooperação internacional.

Conclui-se, assim, que uma longa estrada ainda deve ser percorrida para que a reforma dos regimes de resolução seja efetivamente implementada. Para auxiliar esse processo, o FSB deverá publicar um documento com orientações para implantação efetiva das reformas até o final de 2013, além de promover, em meio aos fóruns internacionais, a criação de mecanismos de cooperação e harmonização.

Direto da fonte:

Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, FSB, 04/11/2011:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

Thematic Review on Resolution Regimes, FSB, 11/04/2013:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130411a.pdf

Progress Report in reforming resolution regimes and resolution planning for globally systemically important financial institutions (G-SIFIs) – 15/04/2013:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130419b.pdf

 voltar ao índice

Possibilidade de escassez de liquidez gera mudanças nas propostas de requerimentos de margem

► O estudo quantitativo da dupla BCBS-IOSCO indica que cerca de € 1,0 trilhão em colateral poderia ser economizado, caso os requerimentos de margem para derivativos de balcão fora de CCPs forem exigidos somente quando ultrapassarem o limiar de € 50 milhões por contraparte.

O estabelecimento de requerimentos de margem para derivativos de balcão não compensados por meio de contrapartes centrais é uma das principais inovações trazidas pela reforma regulatória deste mercado. Até então, a exigência de margem em transações bilaterais não ocorria de forma mandatória, apenas mediante solicitação específica: segundo estimativas*, em 2012, apenas 0,03% da exposição nocional bruta nessas operações era coberta por arranjos desse tipo.

A ideia dos reguladores, nesse contexto, é tornar a postagem de margens em contratos fora de CCP uma obrigação. Com isso, espera-se mitigar a possibilidade de *default* das contrapartes e também induzir a migração de contratos para câmaras de compensação que garantam sua liquidação, reforçando o primeiro dos pilares da reforma acordada em meio ao G20. Ambos os objetivos concorrem para reduzir o risco sistêmico e ampliar a resiliência deste mercado.

A dupla BCBS-IOSCO, após divulgar um primeiro Relatório para consulta sobre o tema, detalhado no [Radar ANBIMA nº 3](#), conduziu um estudo de impacto quantitativo, com o objetivo de avaliar os custos que esses requerimentos iriam impor em termos da liquidez disponível nos mercados. As estimativas, que cobrem os principais bancos ativos no mercado global de derivativos de balcão, chegaram à conclusão que as exigências de margem inicial iriam demandar € 1,7 trilhão em ativos líquidos postados como colateral.

Cabe notar que outras iniciativas regulatórias em curso, como a introdução dos índices de liquidez de Basileia III e a própria promoção da liquidação em contrapartes centrais (que em geral exigem depósito de margem) já irão consumir de forma significativa os ativos líquidos disponíveis no mercado. O impacto dos requerimentos de margem para derivativos iria, assim, adicionar pressões à liquidez dos mercados – já deprimida, de certa forma, ante a menor disponibilidade de ativos considerados como efetivamente líquidos, em função da crise das dívidas soberanas e da recessão econômica.

O estudo considera, então, que este impacto poderia ser substancialmente reduzido caso fosse introduzido um limiar universal (i.e., aplicado a todos os contratos) de € 50 milhões às margens iniciais que deveriam ser depositadas em função das exposições de cada contraparte nesse mercado. Ou seja, esses requerimentos somente iriam incidir sobre contrapartes que devessem depositar mais de € 50 milhões em margem inicial, aliviando o impacto sobre a liquidez dos mercados em 56%, segundo as estimativas – daquele € 1,7 trilhão inicialmente estimado, portanto, apenas € 0,7 trilhão seria necessário, segundo essa nova regra.

O segundo Relatório para consulta publicado, em 15/2/13, além de apresentar esses resultados do estudo de impacto, apresenta as mudanças nas propostas a ele associadas. Discute-se, portanto, a introdução desse limiar universal para margem inicial e a ampliação da gama de ativos que poderiam ser elegíveis a colateral, considerando a nova matriz de liquidez dos ativos no mercado global. Além disso, buscou-se dar flexibilidade ao cronograma de introdução desses requerimentos, estabelecendo-se que devem entrar em vigor de forma gradual, num período de quatro anos, a partir de 2015.

Assim, foi possibilitado aos participantes desse mercado um período de adaptação mais largo, bem como requerimentos menos restritivos em relação ao que se propunha inicialmente. Com isso, espera-se mitigar possíveis impactos da nova regulação sobre a recuperação econômica, sem, contudo, abrir mão da ampliação da resiliência dos mercados de derivativos de balcão.

As respostas à nova consulta, que se encerrou em 15/3/13, já foram publicadas (em 2/4/13) e agora aguarda-se a conclusão dos trabalhos pelo BCBS e pela IOSCO. A publicação da versão final dos padrões internacionais para os requerimentos de margem para derivativos liquidados fora de CCP deve ocorrer ainda em 2013.

**Ver QIS conduzido pelo BCBS e IOSCO detalhado no Anexo C do Segundo Relatório Consultivo.*

Direto da fonte:

Margin requirements for non-centrally cleared derivatives – Second Consultative Document, BCBS-IOSCO, 15/02/2013:

<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS264.pdf>

BCBS and IOSCO publish the responses to consultation on margin requirements, BCBS-IOSCO, 02/04/2013:

<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS274.pdf>



FSA britânica passa a regular e supervisionar a “produção” de *benchmarks*

► A atividade de “produção”, em sentido amplo, de *benchmarks* passou a ser regulada pelas autoridades britânicas, prevendo um código que irá reger as atividades de administradores e fornecedores de informações para a produção dos *benchmarks* em geral e, em especial, a LIBOR.

Os escândalos envolvendo a manipulação da LIBOR e de outros *benchmarks* relevantes em nível global (EURIBOR, TIBOR etc.) durante a crise internacional vieram à tona em meados de 2012, quando os resultados das investigações conduzidas por diversos reguladores implicaram as primeiras multas e punições às instituições financeiras.

Nesse contexto, reguladores e *standard setters* voltaram seu foco para os *benchmarks* financeiros e diversas frentes de ação foram estabelecidas. No Reino Unido, foi criada uma Comissão com o objetivo de promover uma revisão independente do caso da LIBOR e indicar as possíveis soluções para que se evitem manipulações futuras nesse *benchmark* (Wheatley Review). O Relatório final desse esforço, publicado em setembro de 2012, apontava a necessidade de reforma da LIBOR e chamava a FSA* a estabelecer, de forma inédita, um marco regulatório para sua produção. Seguindo esse mandato, a FSA* publicou um documento para consulta sobre a reforma da LIBOR, considerando as possibilidades de regulação dos administradores e dos fornecedores de informação (formadores de preço).

Já a dupla EBA-ESMA se ocupou da revisão do processo de produção da EURIBOR. O Relatório sobre a administração e gerenciamento da EURIBOR, publicado no início de janeiro de 2013, veio acompanhado de um documento consultivo sobre a reforma da taxa. A IOSCO, por sua vez, buscou oferecer um olhar mais genérico sobre o tema, com alcance além da tríade LIBOR, EURIBOR e TIBOR, e publicou, também no início de janeiro, uma consulta sobre *benchmarks* financeiros em geral.

O primeiro resultado efetivo da revisão da atividade de produção de *benchmarks* – que, vale notar, antes se encontrava fora do guarda-chuva dos reguladores de valores – foi verificado em 25/03/13, quando a FSA* publicou o documento final que trata da regulação e supervisão de *benchmarks*.

Inicialmente direcionado apenas à LIBOR, mas posteriormente extensível a qualquer *benchmark* especificado, o documento altera e introduz uma série de regulações e códigos trazendo a produção de *benchmarks* para dentro do perímetro regulatório das autoridades britânicas. Vale notar que o mesmo é proposto na consulta da IOSCO e o caso britânico abre precedente para o que pode vir a constituir um padrão internacional no futuro próximo.

No que se refere às obrigações dos administradores de *benchmarks*, a FSA* prevê a implementação de medidas críveis de governança e supervisão, dentre as quais a criação de um Comitê de Supervisão e o estabelecimento de um código ou instrumento semelhante para reger a

“produção” do *benchmark*. Estabelece-se também o dever de constante monitoramento e supervisão, bem como a necessidade de apontar um responsável à FSA* que irá responder sobre a observância dos requerimentos pelo administrador.

É importante ressaltar que os administradores cumprem um papel fundamental na supervisão e identificação de práticas de manipulação dos *benchmarks*, funcionando, nesse caso, como braço dos reguladores. Além disso, são eles que, em última instância, tem o dever de garantir a transparência e continuidade do *benchmark*, o que reforça sua responsabilidade em relação à integridade dos mesmos.

Já quanto às obrigações dos fornecedores de informações (formadores de preço), contempla-se: o estabelecimento de procedimentos de governança interna em relação aos *benchmarks* que contribuem para a produção, incluindo arranjos para lidar com conflitos de interesse; a definição de uma metodologia efetiva de submissão das informações; manutenção de registros; a definição de um responsável junto à FSA* pela supervisão no nível da instituição. Além disso, estabeleceu-se como obrigatório o apontamento de um auditor externo, em base anual, para reportar à FSA* como se deu a observância à nova regulação.

As novas medidas entraram em vigor em 2 de abril de 2013 e é previsto um período de transição para o novo regime que permita a adaptação adequada das instituições. A FSA* prevê, ainda, que uma revisão sobre a observância das novas regras seja conduzida após um ano de vigência das mesmas.

Por fim, vale notar que, em paralelo, a IOSCO publicou para consulta, em 16/04, um relatório que discute os princípios que devem governar o uso de *benchmarks* nos mercados e as regras da FSA* podem ser uma importante referência para o desenvolvimento desses princípios, que terão alcance bem mais amplo que as fronteiras britânicas.

Direto da fonte:

The Wheatley Review of LIBOR: final report, HM Treasury, 28/09/2012:
http://cdn.hm-treasury.gov.uk/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf

The regulation and supervision of benchmarks, PS13/06, FSA, 25/03/2013:
<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/policy/ps13-06.pdf>

Principles for Financial Benchmarks – Consultation Report, IOSCO, 16/04/2013:
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD409.pdf>

Relatório da IOSCO trata de requerimentos de *suitability* na distribuição de produtos complexos

Uma das ocorrências relacionadas ao período que antecedeu à crise e que permanece no centro do debate regulatório diz respeito à venda ou recomendação inadequada de produtos financeiros. Desde então, ganharam impulso as discussões acerca do dever de verificar a adequação do produto ao perfil do cliente, ou dever de *suitability*, e mais recentemente o *suitability* na recomendação/venda de produtos complexos.

► Ainda que se reconheça a possibilidade de segmentação dos clientes de varejo e não-varejo, o Relatório da IOSCO indica requerimentos de *suitability* mais rigorosos para distribuição de produtos complexos e exige uma maior divulgação de informações pelos intermediários.

Ainda que não estejam associados, necessariamente, a maiores riscos, os produtos assim denominados são caracterizados por não oferecerem clareza quanto à relação risco-retorno e ao seu desempenho em diferentes cenários possíveis. Clientes a que se recomendem estes produtos necessitariam, ao menos teoricamente, tanto de conhecimentos financeiros mais amplos, como de capacidade financeira para suportar eventuais perdas. No pré-crise, esses produtos foram vendidos para investidores pouco sofisticados, sob a aparência de produtos simples – como determinados *mini-bonds* vendidos em diversos países (em especial, na Ásia) como produtos *plain vanilla*, mas que na verdade eram produtos estruturados de significativa complexidade.

Recentemente, o aprimoramento dos processos de *suitability* empregados e o tratamento de produtos complexos permanecem como questões para reguladores e participantes do mercado. Os problemas mencionados não parecem ter ficado limitados ao período que antecedeu à crise financeira: por exemplo, a FSA* constatou numa pesquisa publicada recentemente, e conduzida entre março e setembro de 2012, que cerca de um quarto das recomendações de investimentos não cumpriu adequadamente com o dever de *suitability*, seja por que são sugeridos investimentos inadequados ao perfil dos clientes ou por que o intermediário não reuniu informações suficientes para garantir que suas recomendações fossem adequadas. O documento também informa que entre as penalidades e multas impostas pela FSA devido ao descumprimento do dever de *suitability* ao longo dos últimos anos diversas envolvem transações com produtos complexos ou estruturados.

A IOSCO liderou os trabalhos referentes aos requerimentos de *suitability* na distribuição de produtos complexos (mandato designado pelo G20) e, após um longo período de revisão e discussão das práticas de mercado, publicou, em 21/1, o Relatório Final que define os princípios que devem orientar a regulação dessa matéria nas diferentes jurisdições. Os 9 princípios definidos na versão final do Relatório são significativamente semelhantes aos discutidos no processo de consulta e seu detalhamento pode ser encontrado no [Radar ANBIMA nº 1](#).

Dentre os pontos de menor consenso do Relatório Final está a possibilidade de recorrer à proibição (*banning*) da recomendação ou venda

de determinados produtos, com maior grau de complexidade, aos clientes de varejo: embora esse não seja um princípio propriamente dito, é uma das opções sugeridas pela IOSCO para mitigar o problema da inadequação do *suitability*. Outro aspecto importante diz respeito à visão de que somente a divulgação de informações pode não ser suficiente para garantir a proteção do consumidor: recomendações comumente são aceitas e pode haver conflito de interesses relevante na venda desses produtos aos clientes; a IOSCO sugere, então, que os intermediários se responsabilizem por identificar e sinalizar abertamente esses conflitos para seus clientes.

Por fim, ainda que se reconheça a possibilidade de segmentação dos clientes de varejo e não-varejo, o Relatório parece não contemplar de modo mais agudo esta diferenciação em seus princípios. Esse fato, inclusive, gerou uma reação das autoridades americanas, que explicitaram seu descontentamento com o conteúdo do documento final, criticando seu desalinhamento com as regras americanas. De qualquer forma, a mensagem da IOSCO é que a distribuição de produtos complexos deve passar a respeitar padrões de *suitability* mais rígidos, que garantam apropriadamente a proteção aos clientes e evitem a repetição do ocorrido ao longo dos últimos anos.

Em meados de abril, a IOSCO também publicou um documento para consulta sobre regulação de produtos estruturados, entendidos como aqueles produtos que combinam derivativos e outros instrumentos financeiros, oferecidos ao varejo. A consulta traz um conjunto de ferramentas regulatórias cobrindo o potencial tratamento pela regulação dos mencionados produtos, de sua estruturação (*design*) e emissão, da respectiva divulgação de informações e marketing e de práticas pós venda. A data limite para comentários é 13/6.

Direto da fonte:

Assessing the quality of investment advice in the retail banking sector - A mystery shopping review, U.K. FSA, 13/02/2013:

<http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2013/014.shtml>

Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products, IOSCO, 21/01/2013:

<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS264.pdf>

Statement concerning publication by IOSCO on January 21, 2012 of the Final Report..., SEC, 22/01/2013:

<http://www.sec.gov/news/speech/2013/spch012213dmgtap.htm>

Regulation of Retail Structured Products – Consultation Report, IOSCO, 18/04/2013:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD410.pdf>

Alemanha dá o primeiro passo na regulação do *high-frequency trading*

► A discussão sobre HFT ainda apresenta evidências ambíguas ou inconclusivas em relação a seu impacto, positivo ou negativo, nos mercados financeiros. No entanto, a Alemanha assumiu a dianteira na regulação do HFT e adotou uma série de regulações para evitar riscos e abusos de mercado que podem ser associados à utilização dessa estratégia.

Os impactos da tecnologia sobre os mercados são alvos de constante preocupação e debate por parte de reguladores, autorreguladores e agentes do mercado, como já destacamos em outras oportunidades nesta publicação. Entre estas preocupações, destaque-se a propagação de uma nova forma de negociação, que, em primeiro lugar, substituiu o *trader* tradicional por algoritmos previamente desenhados e, posteriormente, assumiu uma forma específica, caracterizada por negócios realizados em alta frequência.

A definição estrita de *high-frequency trading* (HFT) não chega a ser consensual, mas o cerne da estratégia é o emprego de algoritmos que originam inúmeras ordens, de pequenos volumes, em alta frequência, para proceder à negociação. O HFT se difundiu amplamente nos principais mercados e, segundo estimativas, chega a representar 60% dos negócios com ações nos EUA e entre 30% e 50% na Europa.

Os impactos e os benefícios ou malefícios que o HFT pode acarretar são alvo de profunda controvérsia. Não há consenso se os efeitos do HFT sobre a volatilidade e a liquidez (real ou fictícia) são favoráveis ou desfavoráveis aos mercados. Também não é claro como esta estratégia impacta os demais agentes que operam no mesmo ambiente dos *high-frequency traders* (HFTs) – em especial, se acaba por impor custos que prejudiquem os demais agentes. Além disso, associa-se o HFT à possibilidade de manipulação de mercado e de intensificação da assimetria informacional, sem que haja consenso sobre essas interrelações.

Há uma polarização do debate, onde o HFT é encarado ou como um elemento positivo para o desenvolvimento dos mercados – em especial, no que concerne à sua liquidez – ou como um elemento negativo, que adiciona custos e volatilidade, sem conter um significado econômico nas operações conduzidas. Esta polarização não se dá apenas entre indústria e reguladores, mas ocorre também entre diferentes jurisdições. Por exemplo, a abordagem das autoridades britânicas se revela mais amistosa em relação ao HFT do que a abordagem sugerida pelas autoridades francesas e alemãs. Em outras palavras, a falta de consenso, observada em relação aos impactos do HFT nos mercados, é ainda mais acentuada quando se trata de estabelecer o modo pelo qual esta atividade deve ser regulada – e mesmo se deve ser regulada.

A revisão da Diretiva europeia sobre mercados financeiros (MiFID) alimentou uma primeira rodada de discussões acerca do tratamento regulatório a ser dado ao HFT, ao sugerir diversas medidas. Entretanto, ainda não foi alcançada uma versão final para essas regulações, sendo, inclusive, um dos tópicos que vem contribuindo para o atraso da MiFID II. Nesse contexto, merece destaque o passo dado pela Alemanha, que,

independentemente do processo regulatório europeu, aprovou na Câmara (em 28/2) e Senado (22/3) a Lei sobre a Prevenção de Riscos e Abusos em HFT. Os principais dispositivos da Lei alemã podem ser resumidos nos seguintes tópicos:

- obrigatoriedade de registro das entidades que empregam estratégias HFT como instituições de crédito ou de serviços financeiros, sujeitando-as, portanto, à supervisão da BaFin;
- estruturação dos sistemas de negociação de modo a garantir a resiliência dos mesmos e evitar a possibilidade de erros na transmissão de ordens, bem como a manipulação de mercado;
- introdução de uma identificação dos negócios originados por algoritmos (*flagging*);
- definição de uma taxa de ordens enviadas-executadas (*order-to-trade ratio*) apropriada;
- estabelecimento de limites para as variações mínimas de apregoação (*minimum tick sizes*);

Esses dispositivos, inclusive sua eficácia, ainda estão sendo amplamente discutidos, dentro de um elenco de possíveis medidas. Uma discussão mais aprofundada sobre essas medidas pode ser encontrada no [anexo a este artigo](#).

Além dos dispositivos acima detalhados, a Lei alemã também estabelece os mecanismos que garantem o acesso da BaFin às informações sobre os algoritmos e sistemas dos HFTs e insere o emprego de algoritmos entre as possíveis origens de abuso de mercado previstas na legislação – ou seja, reconhece-se que determinadas práticas de abuso de mercado podem ser originadas por HFTs.

De toda forma, a Lei de HFT alemã estabelece um marco relevante para orientar a regulação da matéria na Europa, bem como em outros centros financeiros onde o HFT se disseminou.

Direto da fonte:

New rules for high-frequency trading, BaFin, 22/11/2012:

http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/fa_bj_2012_11_hochfrequenzhandel_en.html

Bundestag beschließt Regeln für Hochfrequenzhandel, Deustcher Bundestag, 28/02/2013:

http://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2013/43164649_kw09_de_hochfrequenzhandel/index.html

IOSCO divulga versão final dos princípios para gestão de liquidez em fundos de investimento

► O Relatório reconhece que os 15 Princípios ora divulgados não funcionarão como padrões pré-estabelecidos para as instituições em cada jurisdição, mas devem ser utilizados por reguladores e pela indústria para avaliar a legislação sobre o assunto e as práticas correntes.

Os 15 princípios para a gestão de risco de liquidez em investimentos coletivos (*collective investment schemes* ou CIS), divulgados em 4/3/13 pela IOSCO, resultam de um processo de consulta prévio ocorrido durante o ano 2012. A versão final ora publicada mantém, em linhas gerais, os princípios trazidos pela consulta, bem como a divisão então proposta: uma série de princípios que devem ser considerados na fase pré-lançamento do fundo e outra série que deve reger o dia a dia do processo de gerenciamento de riscos de investimentos dessa natureza.

Dois observações gerais são importantes para a compreensão dessa iniciativa da IOSCO. A primeira refere-se à especificidade que é atribuída a esse conjunto de princípios: o Relatório destaca a diferença entre a discussão sobre gerenciamento de riscos de liquidez no pós-crise, predominantemente voltada para bancos, daquela aplicável aos fundos. Estes, em particular, não têm como atividade principal a transformação de maturidade de ativos e obrigações e seus cotistas não são credores, mas detentores de parte do capital dos fundos. Além disso, boa parte dos fundos não fornece nenhuma promessa ou garantia que os investidores terão seus recursos de volta sem nenhuma perda. Essas características fazem com que os fundos estejam menos sujeitos a crises de confiança.

De todo modo, como os demais agentes financeiros, uma gestão de liquidez bem feita é essencial para a adequada operação desses investimentos coletivos. Porém, nesse caso específico, o gerenciamento de liquidez deve estar voltado para a manutenção de um grau de liquidez compatível com as necessidades de resgate e demais obrigações enfrentadas pelos fundos.

Nesse contexto, a IOSCO realça que os princípios publicados devem ser utilizados por reguladores e pela indústria para avaliar a regulação e as práticas correntes de mercado em termos de gestão de risco de liquidez no segmento. Vale notar que os princípios são voltados para as entidades responsáveis pela operação dos fundos e a delegação de atividades não deve ser utilizada para driblar essa obrigação. O Relatório reconhece, ainda, que os princípios estabelecidos não funcionarão como padrões pré-definidos para as instituições, devendo ser transpostos considerando-se o contexto específico da regulação local, podendo variar de país para país.

A segunda observação refere-se ao contexto em que os princípios aqui analisados se inserem. Em janeiro de 2012, a IOSCO publicou o documento “Princípios voltados para a Suspensão de Resgates em Fundos”. Em fevereiro do mesmo ano, deu início à consulta sobre a precificação dos ativos dessas carteiras (*valuation*). Portanto, os princípios para o gerenciamento de risco de liquidez devem ser considerados no

âmbito desse conjunto de orientações para garantir a resiliência do segmento.

Quanto aos Princípios, já detalhados na [2ª edição do Radar ANBIMA](#), entre os comentários que auxiliaram a versão final, cabe mencionar:

- Quanto à elaboração efetiva do gerenciamento de risco de liquidez, na fase de pré-lançamento (Princípio 1), foi observado que deve o mesmo ser tratado como parte integrante de um processo mais amplo de gerenciamento de riscos do fundo, baseado fundamentalmente em forte governança. No que se refere à avaliação da liquidez propriamente dita, nesse mesmo contexto, adicionou-se à avaliação por tipo de ativos, a consideração de sua granularidade, atentando-se para a liquidez distinta que ativos do mesmo tipo podem apresentar (ex. ações);

- Quanto à consideração de impactos sobre a liquidez relacionados aos canais de distribuição (Princípio 5), foram levantadas questões sobre a necessidade de mapear a respectiva concentração da base de investidores, esclarecidas pela IOSCO, e sobre as dificuldades decorrentes da existência de contas coletivas em algumas jurisdições, que devem ser equacionadas por meio de arranjos contratuais, segundo o Relatório;

- Quanto à integração da gestão de liquidez às decisões de investimento, no dia a dia da operação dos fundos (Princípio 11), foi reconhecido que nem sempre a avaliação de estratégias e técnicas de investimento devem ter seu impacto sobre a liquidez avaliados a cada transação, principalmente quando foram consistentes com o perfil de liquidez do fundo.

No Brasil, o assunto também registrou avanços recentes. A CVM dispôs sobre a matéria por meio da Instrução nº 522, que incluiu a seção nº IV-B na Instrução 409 (mudança vigente desde 2/7/2012). Na ANBIMA, está em discussão a revisão das Diretrizes para o Gerenciamento de Risco de Liquidez dos fundos, após três anos de adoção do Manual de Liquidez, incluído no Código de Fundos em 2010.

Direto da fonte:

Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes – Final Report, IOSCO, 4/3/2013:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>

Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes, IOSCO, 19/1/2012:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>

Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes, IOSCO, 16/2/2012:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD370.pdf>

SIGLAS

BaFin: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
(German Federal Financial Supervisory Authority)

BCBS: Basel Committee on Banking Supervision

CCP: Contraparte Central

CIS: Collective Investment Schemes

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

EMIR: European Market Infrastructure Regulation

EBA: European Banking Authority

ESMA: European Securities and Markets Authority

EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate

EUA: Estados Unidos da América

FESE: Federation of European Stock Exchanges

FCA: Financial Conduct Authority (United Kingdom)

FSA: Financial Services Authority (United Kingdom)

* Em 1º de abril de 2013, a FSA britânica deu lugar à FCA e à PRA. A parte de regulação e supervisão de benchmarks foi atribuída à FCA.

FSB: Financial Stability Board

HFT: High-Frequency Trading

HFTs: High-Frequency Traders

IOSCO: International Organization of Securities
Commissions

LEI: Legal Entity Identifier

LIBOR: London Interbank Offered Rate

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

OTC: Over-the-counter

PRA: Prudential Regulation Authority (United
Kingdom)

SEC: Securities Exchange Commission (United States)

TIBOR: Tokyo Interbank Offered Rate

UK: United Kingdom

Relatórios para Consulta no site da IOSCO – Jan/Abril 2013:

1. [Regulation of Retail Structured Products, Report of the Board of IOSCO](#) - Consultation Document - Comments may be submitted on or before Thursday 13 June 2013 - **18 Apr 2013**
2. [Principles for Financial Benchmarks, Report of the Board of IOSCO](#) - Consultation Document - Comments may be submitted on or before Thursday 16 May 2013 - **16 Apr 2013**
3. [Authorities' Access to Trade Repository Data, Report of the Committee on Payment and Settlement Systems and the Board of IOSCO](#) - Comments should be sent by 10 May 2013 to both the CPSS secretariat (pss@bis.org) and the IOSCO secretariat (accessdata@iosco.org). The comments will be published on the websites of the BIS and IOSCO unless commentators have requested otherwise - **11 Apr 2013**
4. [Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, Report of the Board of IOSCO](#) - Consultation Document - Comments may be submitted on or before Friday 10 May 2013 - **21 Mar 2013**
5. [Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, Report of the Basel Committee on Banking Supervision and the Board of IOSCO](#) - Consultation Document - Comments received on the consultation report posted here on 2 April 2013 - **16 Feb 2013** [View comments received](#)
6. [Mortgage insurance: market structure, underwriting cycle and policy implications, Joint Forum \(IOSCO, BCBS and IAIS\)](#) - Consultation Document - Comments on this consultative report should be submitted by 30 April 2013 either by email to baselcommittee@bis.org or by post to the Secretariat of the Joint Forum (BCBS Secretariat), Bank for International Settlements, CH-4002 Basel, Switzerland. All comments may be published on the websites of the Bank for International Settlements (www.bis.org), IOSCO (www.iosco.org) and the IAIS (www.iaisweb.org) unless a commenter specifically requests confidential treatment - **11 Feb 2013**
7. [Recommendations Regarding the Protection of Client Assets, Report of the Board of IOSCO](#) - Consultation Document - **08 Feb 2013** [Download Files As Zip](#)

SUPERINTENDÊNCIA GERAL

José Carlos Doherty

GERÊNCIA DE ESTUDOS REGULATÓRIOS

Patrícia Fesch Menandro, Norberto Montani Martins, Nuno Miguel Conde, Flávia de Moraes e Silva

DIAGRAMAÇÃO

Mônica Chaves, Carlos Alberto Valério Jr, Tiago Athias Marques da Rocha

PRESIDENTE: Denise Pauli Pavarina

VICE-PRESIDENTES: Carlos Massaru Takahashi, Gustavo Murgel, José Olympio Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo e Valdecyr Gomes

DIRETORES: Alberto Elias Assayag, Alexsandra Camelo Braga, Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carolina Lacerda, Jair Ribeiro da Silva Neto, José Hugo Laloni, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Marcio Guedes Pereira Junior, Pedro Augusto Bastos, Regis de Abreu Filho, Saša Markus e Sylvio Araújo Fleury

COMITÊ EXECUTIVO: José Carlos Doherty (Superintendente Geral), Ana Claudia Leoni (Educação), André Mello (Controladoria, Tecnologia e Serviços), Guilherme Benaderet (Supervisão de Mercados), Patrícia Herculano (Representação Institucional), Valéria Areas (Representação Técnica), Marcelo Billi (Comunicação) e Soraya Alves (Jurídico)

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