



Ano XI • Número 35 • 1º Quadrimestre/2023

**Regulação
Internacional**



Está é uma publicação quadrimestral da ANBIMA sobre regulação internacional e seus impactos nos mercados financeiro e de capitais brasileiros

ÍNDICE

Radar ANBIMA | 35ª Edição Maio/2023

Avança o receituário para tratar emissões e prestadores de serviços relacionados a criptoativos » Partindo da abordagem de “mesmas atividades, mesmos riscos, mesmos resultados regulatórios”, a IOSCO publica consulta com recomendações que devem contribuir para a evolução de normatizações, como a MiCA vigente na União Europeia [...] [\[leia mais\]](#)

Avaliação de riscos de finanças privadas é nova prioridade no plano de trabalho da IOSCO para o biênio » Agenda para 2023-24 tem como foco entregas em múltiplas frentes, mas crescimento expressivo de atividades de *private credit* e fundos privados justificou inclusão do tema, para mapeamento de riscos de *spillover* [...] [\[leia mais\]](#)

Reguladores prudenciais mantém foco em efeitos sistêmicos da intermediação financeira não bancária » Relatório do FMI volta a ressaltar os impactos potenciais das interconectividades e de efeitos de *spillover* oriundos do ecossistema conhecido como NBF1 sobre o sistema bancário e sugere acesso a linhas de liquidez [...] [\[leia mais\]](#)

Princípios para ETF são complementados por boas práticas voltadas para evolução recente do setor» Revisão da IOSCO quanto à efetividade dos Princípios chega à conclusão positiva para o setor, mas reúne boas práticas para tratar questões de estruturação, informacionais, de liquidez e arbitragem. [...] [\[leia mais\]](#)

Ciclo mais curto de liquidação de operações nos EUA em 2024 deve ser acompanhado em outras jurisdições » A publicação da regra final da SEC e definição do calendário de testes e implementação já provocou consulta no Canadá e deverá impactar outros mercados [...] [\[leia mais\]](#)

Relatório final sobre SPAC identifica riscos específicos dessas ofertas e tratamentos regulatórios utilizados» Documento da IOSCO conclui que não há uma solução do tipo *one size fits all* para a regulação de SPAC e, ao invés de recomendações, reúne as abordagens e medidas adotadas como parte de sua evolução recente [...] [\[leia mais\]](#)

Giro Regulatório | 1º quadrimestre 2023» Publicações conectadas com as atividades representadas pela ANBIMA que foram destaques entre os reguladores ao redor do mundo [...] [\[leia mais\]](#)

Avança o receituário para tratar prestadores de serviços e operações envolvendo criptoativos

Desde 2022, o trabalho da Força Tarefa de Fintech (FTF) da IOSCO se divide em duas linhas: em torno de Finanças Descentralizadas (*Decentralized Finance* ou DeFi) e o receituário voltado para ativos digitais e criptoativos (*Cripto and Digital Assets* ou CDA). Em maio último, a entidade publicou a consulta referente a essa segunda linha de trabalho, propondo 18 recomendações para orientar a regulação de operações e prestadores de serviços desse ecossistema – [ver quadro](#).

A consulta incorporou lições trazidas de eventos recentes ocorridos no segmento, inclusive a quebra da FTX. Com isso, o receituário proposto utiliza aprendizados de experiências vivenciadas em múltiplas jurisdições procurando sugerir formas de assegurar a identificação e mitigação de conflitos de interesse, a clareza quanto às condições contratuais e de negociação, a prevenção a situações de fraude ou abuso de mercado, além da cooperação transfronteiriça.

► A MiCA recém-publicada na União Europeia deverá ganhar regulamentações complementares a serem editadas ainda em 2023 assim como novas regras e ações de supervisão e *enforcement* devem se multiplicar nos próximos meses, especialmente após a publicação do Relatório Final da IOSCO, previsto para o final do ano.

Em linha com o mandato de reguladores de mercado de capitais, o documento propõe recomendações de políticas regulatórias para mitigar riscos desses ativos relacionados à proteção aos investidores, à integridade de mercado e aos comportamentos inadequados verificados no segmento. De outro lado, a consulta adota a visão comum a outros *standards setters* de “mesmas atividades, mesmos riscos, mesmos resultados regulatórios”. Com isso, as recomendações partem da aplicação dos padrões de regulação da IOSCO em uma abordagem por atividades e considerando o “ciclo de vida” dos ativos, e procuram observar:

- as diferenças nos arcabouços regulatórios (visto que os prestadores de serviços podem estar atuando sem atender devidamente a requerimentos regulatórios aplicáveis a cada atividade)
- flexibilidade para aplicar as regras atendendo às recomendações em diversas jurisdições com vistas a alcançar os resultados esperados e a permitir cooperação entre reguladores

A abordagem escolhida pela IOSCO permitiu a identificação de seis (6) áreas chave para a organização do receituário proposto:

- (i) Conflitos de interesses suscitados por estruturas de integração vertical de atividades e funções.
- (ii) Manipulação de mercado, *insider trading* e fraude;
- (iii) Custódia e proteção dos ativos de clientes;
- (iv) Riscos transfronteiriços e cooperação regulatória;
- (v) Riscos operacionais e tecnológicos e
- (vi) Acesso do varejo, *suitability* e distribuição:

Nessas áreas chave, as recomendações trazem soluções semelhantes, por exemplo, para os conflitos derivados do acúmulo de funções decorrente da verticalização, por meio da exigência de registros distintos para a execução de papéis diferentes, como ocorre nas atividades tradicionais. Ao mesmo tempo, trazem requerimentos específicos para situações novas trazidas pelos modelos descentralizados de negociações e especificidades da custódia dos criptoativos.

Um dos primeiros marcos regulatórios voltados para esse ecossistema, a MiCA – *Market in CryptoAssets* teve sua versão final aprovada para publicação pelo Conselho Europeu também em maio. O arcabouço vigente na União Europeia é um dos pioneiros – além do Japão e Canadá – e refere-se aos criptoativos que não sejam instrumentos financeiros já regulados. A norma dispõe sobre as emissões e admissão à negociação dos criptoativos; regras diferenciadas para aqueles referenciados em outros ativos (*asset referenced tokens* ou ART) e seus emissores; o registro de prestadores de serviços (CASP) junto às autoridades competentes e transparência e proteção aos investidores, incluindo medidas que coíbem a manipulação de mercado, lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

A MiCA utiliza a abordagem por atividade semelhante à IOSCO, mas para além de questões do mercado de capitais, também delimita o escopo do novo arcabouço, excluindo ativos já regulados e estabelecendo outras exclusões – por exemplo, para o *e-money*. Também define as situações em que prestadores de serviços ou emissões podem ser relevantes para fins de requerimentos específicos, abrindo espaço para a visão prudencial do ecossistema. Em janeiro, o BIS já havia mapeado as opções de tratamento de criptoativos considerando as diversas autoridades envolvidas, relacionando escolhas no sentido de banir ativos ou atividades específicas, isolar relativamente aos ativos/atividades tradicionais e/ou regular de forma semelhante aos tradicionais.

A norma da União Europeia deverá ganhar regulamentações complementares a serem editadas ainda esse ano. Avanços em regras, supervisão, *enforcement* ou orientações devem se multiplicar no decorrer desse ano, especialmente após a publicação do Relatório Final da IOSCO, previsto para o final do ano. Em breve, a entidade também publicará sua consulta quanto a recomendações para DeFi.

Direto da fonte:

[IOSCO Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets – Consultation report, IOSCO Board, May 2023.](#)

[Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets and Cryptoassets – Legislative Acts and other Instruments, UE, 3 May 2023](#)

[Addressing the risks in crypto: laying out the options – BIS Bulletin n. 66, Jan 2023.](#)

Avaliação de riscos de finanças privadas é nova prioridade no plano de trabalho da IOSCO para o biênio

Em 5 de abril a IOSCO divulgou seu Plano de Trabalho para 2023-24. No documento, a entidade destaca o compromisso com diversas entregas que consideram prioridades já estabelecidas em 2022, na esteira da revisão de recomendações pós crise da Covid e eventos de volatilidade subsequentes, as pautas conjuntas com o FSB em diversas frentes ligadas à resiliência financeira, e as forças tarefas de sustentabilidade e de *fintech*, essas também com múltiplas linhas de trabalho, entre outras. Essa agenda foi organizada em 5 grandes temas – ver [quadro](#) – com uma extensa programação de consultas e relatórios finais já a partir do mês seguinte.

Mesmo tendo em conta essas múltiplas frentes, a diretoria da IOSCO incluiu uma nova prioridade nesse Plano - as Finanças Privadas. Segundo a IOSCO, finanças privadas referem-se a atividades relacionadas à estruturação de financiamento e empréstimo por investidores fora de mercados públicos. Tais atividades envolvem *private equity* e *private credit* – sendo referência a crédito privado relacionada a operações de crédito que não são bancárias, inclusive envolvendo formas de securitização e operações realizadas por gestores de fundos.

Referências prévias a esse conjunto de atividades foram feitas pelo BIS, que mapeou a atuação de *alternative asset managers* junto aos chamados fundos privados – fundos que podem conceder crédito e se envolver em operações colateralizadas de crédito, como ocorre nos EUA. O documento do [BIS](#) já registrava que tais atividades podem ser alavancadas, apresentar natureza pró-cíclica e representar potencial *spillover* sobre mercados de créditos tradicionais. No pacote de criação do Mercado de Capitais Europeu (CMU) da [Comissão Europeia](#) também há medidas propostas para harmonizar a atuação de fundos alternativos quanto a créditos privados naquela região ainda não aprovados. Relatório mais recente do [FMI](#) também aponta possíveis riscos de deterioração de garantias e de interconectividade com o ecossistema de NBFIs das operações de crédito privado.

Mas a inclusão do tema entre as prioridades da IOSCO foi justificada pelo crescimento sem precedentes dessas atividades e o papel relevante que assumiram no *funding* de atividades do setor real, ainda segundo a IOSCO. A atenção recente tem como foco principal a preocupação com o contexto de mudança nas políticas monetárias e interconectividade desse setor com os mercados públicos. Nesse sentido, o objetivo do trabalho a ser feito é identificar quais os possíveis canais de transmissão para setores tradicionais e como podem afetar a proteção de investidores e/ou a integridade de mercados - considerados os ajustes que podem ser necessários ao quadro de inflação e juros elevados e sua prévia expansão.

► A inclusão do tema Finanças Privadas entre as prioridades da IOSCO foi justificada pelo crescimento sem precedentes dessas atividades e o papel relevante que assumiram no *funding* de atividades do setor real, que trazem preocupações em um contexto de mudança nas políticas monetárias e interconectividade desse setor com os mercados públicos.

A análise inicial da IOSCO será voltada para as atividades de *private equity* e a operações de crédito privado realizadas por fundos – *private funds*. Estão particularmente interessados em operações de *private credit* a companhias médias, antes supridas por meio do crédito bancário ou representando uma oferta de financiamento que não existia previamente. O trabalho em curso procura identificar a característica das operações nesse universo, e entender em que medida se enquadram (ou não) a princípios regulatórios já consolidados e ao perímetro regulatório alcançado por reguladores que integram a IOSCO. Também estão sendo mapeados aspectos como: uso de alavancagem, conexão com companhias de investimento e porte de investidores, gestores e atividades de alocação/seleção de ativos, padrões e termos dos empréstimos, evolução recente das garantias, precificação/valuation, entre outros.

O trabalho da IOSCO sobre Finanças Privadas deve se estender a 2024, mas em algumas jurisdições a iniciativa já pode justificar a adoção de medidas com vistas, no mínimo, a maior transparência quanto à evolução do segmento.

De fato, em 3/5, a SEC americana finalizou mudanças em seu formulário de informações voltado para Fundos – Form PF – com o objetivo de exigir mais transparência de *advisors* quanto aos fundos privados que recomendam, seja sobre eventos ou informações objeto de registro. A proposta apresentada em janeiro pelo regulador dos EUA já mencionava que o patrimônio desses fundos quase triplicou entre 2013 e 2022 (de US\$ 5 para 14 trilhões), enquanto o número de fundos cresceu 110% no mesmo período. Com isso, a nova regra informacional tem por objetivo subsidiar o FSOC – Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira dos EUA com mais informações a respeito desse segmento do mercado daquele país.

A ANBIMA vai acompanhar o trabalho da IOSCO por meio do Comitê de Membros Afiliados da IOSCO e a evolução do tema em outras jurisdições. No Brasil, a regulação do mercado de capitais já coíbe diversas atividades que integram o conceito de finanças privadas.

Direto da fonte:

[IOSCO Board Priorities – Work Program 2023-24, IOSCO, April 2023.](#)

[Form PF; Event Reporting for Large Hedge Fund Advisers and Private Equity Fund Advisers; Requirements for Large Private Equity Fund Adviser Reporting - SEC Final Rule, May 3, 2023.](#)

Reguladores prudenciais mantem foco em efeitos sistêmicos da intermediação financeira não bancária

Em 11 de abril, na esteira de eventos de fragilidade de bancos ocorridos nos EUA e na Suíça, o FMI divulgou o seu Relatório de Estabilidade Financeira Global. O capítulo 2 da publicação foi dedicado à atualização das questões de *spill over* e interconectividade da intermediação financeira não-bancária (*non-bank financial intermediation* ou NBFi) naquele contexto, demonstrando que o monitoramento desse ecossistema permanece como questão central para reguladores prudenciais.

► A novidade do documento do FMI refere-se ao reconhecimento de que os bancos centrais devem contar com ferramentas apropriadas para enfrentar questões de estabilidade financeira oriundas de *stress* na NBFi – ou seja, em contextos específicos, o acesso direto à liquidez do Banco Central pode se mostrar necessário em momentos de *stress*.

As análises recentes referentes ao universo de NBFi – que engloba fundos de investimento e gestores, companhias de seguro e fundos de pensão, infraestrutura de mercado críticas e veículos estruturados de investimento, entre outros – ressaltam o crescimento desse conjunto de atividades e produtos. Também apontam que essa evolução ocorreu em um contexto de acúmulo de vulnerabilidades relacionadas à alavancagem, liquidez excessiva e juros reduzidos e de interconectividade com outros segmentos do mesmo universo. Recentemente, o contexto de inflação mais elevada e de políticas monetárias restritivas ampliou a possibilidade de situações de *stress* nesse ecossistema. O documento do FMI cita como exemplos desse contexto, eventos de volatilidade e liquidez ocorridos no mercado de *guilts* do Reino Unido, em mercados de *commodities* da Europa, no mercado de *bonds* da Coreia e fragilidades associadas ao crescimento de mercados privados de crédito (ver [seção](#) nessa edição do Radar).

Para enfrentamento desse cenário, as medidas são aquelas já recomendadas no receituário recente a esse respeito: reforçar a políticas de gestão de riscos pelos participantes do ecossistema, implementar padrões regulatórios adequados, manter supervisão apropriada e reduzir as lacunas de dados possibilitando gestão de risco e supervisão mais efetivas (ver [Radar#34](#)). Um exemplo é o desenvolvimento, em curso, de recomendações direcionadas à redução no descasamento de liquidez em fundos abertos e à ampliação no uso de ferramentas de liquidez nos fundos, pelo FSB e pela IOSCO.

De fato, a novidade do documento refere-se ao reconhecimento de que os bancos centrais devem contar com ferramentas apropriadas para enfrentar questões de estabilidade financeira oriundas de *stress* na NBFi. Não dispensando orientações sobre monitoramento robusto (*data gaps* são destaque), regulação e supervisão da NBFi, observam que, em contextos específicos, o acesso direto à liquidez do Banco Central pode se mostrar necessário em momentos de *stress*, ainda que sua implementação exija “cuidados”. O Relatório menciona 3 tipos de suporte do BC:

- Operações de mercado discricionárias (caráter temporário, apoiadas em dados, direcionadas, com limites);
- Acesso a linhas de crédito disponíveis (com objetivo de reduzir *spillovers* para o Sistema Financeiro) e
- Banco Central como prestador de última instância.

No caso da reação de autoridades americanas, vale mencionar ainda a esse respeito, a publicação, em 18/4, de um estudo do FED com exercícios de mensuração de efeitos de *spill over* e interconectividade de fundos abertos e outras entidades do universo NBF. Em especial, a pesquisa disponibiliza cálculos de impactos absolutos e relativos sobre os bancos (americanos) de vendas emergenciais de ativos pelos fundos, em duas rodadas: a primeira referente a ativos também detidos pelos bancos e a segunda a partir da indução de novos *fire sales* em outros NBF. O objetivo é identificar novas ferramentas de monitoramento do segmento que podem ser usadas por reguladores.

Ainda nos EUA, em 21/4, o FSOC – *Financial Stability Oversight Council* publicou uma consulta propondo alterações em regras que tratam do uso de poderes de designação de entidades que devem estar sujeitas à supervisão do FED. O FSOC tem poderes para designar entidades não bancárias e a proposta sugere 3 (três) mudanças a esse respeito:

- Dispensa obrigação de abordagem por atividade e base na ação de reguladores federais/estaduais
- Rito processual do Conselho substituído por um arcabouço baseado em informações objetivas, vulnerabilidades e métricas
- Dispensa avaliação prévia risco-benefício e de riscos expressivos à estabilidade financeira

Já na União Europeia, o Relatório conjunto sobre riscos e vulnerabilidades do sistema financeiro da região publicado em 25/4, elaborado pelos reguladores bancário, de mercado de capitais e de seguros, reconheceu as fragilidades relacionadas à alavancagem e a posições em derivativos de taxas no contexto de política monetária recente, mas não apontou medidas regulatórias adicionais.

Direto da fonte:

FMI, [“Nonbank Financial Intermediaries: Vulnerabilities amid Tighter Financial Conditions”- Global Financial Stability Report, Chapter 2, April 2023.](#)

FED NY – [“Non-Bank Financial Institutions and Banks’ Fire-Sale Vulnerabilities”, Staff Reports n. 1057, March 2023](#)

FSOC – [“Proposed Nonbank Financial Company Designation and Proposed Analytical Framework - – 21 April 2023.”, 2/11/2022.](#)

EBA, ESMA and EIOPA – [“Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU financial system, March 2023.](#)

Princípios para ETF são complementados por boas práticas voltadas para evolução recente do setor

Na esteira dos eventos de volatilidade que marcaram a eclosão da pandemia de Covid e, posteriormente, o conflito na Europa, parte do trabalho recente da IOSCO refere-se à avaliação dos princípios até então aplicáveis a instrumentos do mercado de capitais. A realização de avaliações temáticas já faz parte das atividades da IOSCO, mas se refere aos atendimentos pelas jurisdições quanto aos referidos Princípios. Os episódios recentes trouxeram também a oportunidade de avaliar a efetividade e extensão do receituário em situação de crise ou *stress*, assim como de incorporar lições e procedimentos mais detalhados nos casos considerados adequados.

► O resultado da revisão concluiu que os Princípios aplicáveis aos ETF permanecem relevantes, não identificando nenhuma lacuna significativa nos períodos citados. A estrutura dos ETF demonstrou resiliência nas crises sem identificação de questões estruturais, mas o estabelecimento de 11 (onze) boas práticas foi considerado um suporte adequado a evolução recente do segmento.

Nesse sentido, a IOSCO divulgou o Relatório Final contendo boas práticas para a implementação dos Princípios voltados para os Fundos negociados em bolsa (*Exchange Traded Funds* ou ETF). O resultado da revisão concluiu que os Princípios aplicáveis aos ETF permanecem relevantes, não identificando nenhuma lacuna significativa nos períodos citados. A estrutura dos ETF demonstrou resiliência nas crises sem identificação de questões estruturais – sendo relatadas apenas questões específicas ou precipitadas por choques externos ao segmento.

O documento traz inicialmente um panorama recente dos ETF observando (i) as diferenças de estrutura de mercado, de características e de usos pelos investidores comparativamente aos fundos abertos não-listados; (ii) as diferenças nas regulações entre jurisdições e relativamente às recomendações da IOSCO e (iii) as formas variadas de tratamento regulatório e de estrutura de mercado que podem apresentar em mercados locais.

Em seguida, são apresentados aspectos da evolução do segmento desde a publicação dos Princípios para ETF em 2013 inclusive aqueles relacionados à estruturação dos produtos, ao respectivo *disclosure*, a mecanismos de arbitragem e de controle de volatilidade (*Volatility Control Mechanisms* ou VCM) e à estabilidade financeira. Com relação a esse último tema, as questões relacionadas à liquidez dos ETF e a seus impactos sobre os mercados de ativos subjacentes foram extensivamente exploradas. Foi observado que ETF apresentam características estruturais que proporcionam uma camada adicional de liquidez, e que apresentam liquidez relativa superior aos mercados de ativos subjacentes, além de funcionarem como referência adicional para a precificação de ativos.

De forma geral, foi possível verificar que o segmento experimentou crescimento expressivo e que sua evolução foi caracterizada pelo lançamento de novos produtos, com exposição a ativos menos líquidos e a estratégias mais complexas.

A Revisão também constatou diferenças no tratamento regulatório e de estrutura de mercado entre as jurisdições mapeadas, assim como aquelas relacionadas aos produtos negociados em Bolsa - como a possibilidade de precificação ao longo do dia e a atuação de *market makers*. Nesse contexto, o estabelecimento de 11 (onze) boas práticas foi considerado um suporte adequado a essa evolução, complementando os Princípios aplicáveis aos ETF. As práticas podem ser consolidadas em 4 (quatro) grandes grupos que se relacionam a:

- Estruturação: tipos de classes e ativos apropriados; informações sobre portfólio e/ou para permitir arbitragem; iNAV com acurácia e utilidade comprovada; revisão de arranjos e exclusividade; planos de contingência para funcionamento inadequado de arbitragem e administração de conflitos de interesse.
- *Disclosure*: Divulgação de informações sobre aspectos de complexidade, sobre taxas e despesas e diferenças entre ETF e outros produtos negociados em bolsa (*Exchange Traded Products* ou ETP).
- Provisão de Liquidez: monitoramento de mercado secundário e negociação ordenada de cotas
- Arbitragem: calibragem adequada dos mecanismos de controle de volatilidade e comunicação apropriada assegurada por reguladores e ambientes de negociação.

O documento da IOSCO ainda inclui uma extensa lista de exemplos sobre práticas já adotadas em diversas jurisdições para tratar as questões listadas com a revisão, inclusive no Brasil. No caso de procedimentos indicados na estruturação dos produtos, o estabelecimento de limites para tipos de ativos ou estratégias, incluem por exemplo, restrições a utilização de alavancagem, como na UE. Quanto aos ativos subjacentes, o Relatório informa sobre as possibilidades em várias jurisdições, como o tratamento no caso de criptoativos orientado pelo regulador Australiano (ASIC).

Por fim, quanto à pesquisa realizada junto a segmento de gestão de recursos relativamente aos Provedores de Índices, a IOSCO concluiu em maio o trabalho de coleta de informações e deverá iniciar um processo de consulta junto a stakeholders sobre suas conclusões nesse trabalho. A ANBIMA respondeu a pesquisa e integra o grupo de trabalho que acompanhará essa discussão na entidade nos próximos meses.

Direto da fonte:

[IOSCO Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds](#) Final Report – IOSCO Board, May 2023

[Exchange Traded Funds: Admission guidelines – Information sheet 230 \(INFO 230\)](#) ASIC, Jan 2023

[Follow-up Report to the Peer Review on the Guidelines on ETFs and other UCITS](#), ESMA, 15 May 2023

Ciclo mais curto de liquidação de operações nos EUA em 2024 deve ser acompanhado em outras jurisdições

Em março de 2023, a SEC americana publicou a regra final que determina a redução do prazo de liquidação de operações com valores mobiliários naquele país de 2 (dois) para 1 (um) dia após a efetivação do negócio (trade day) – ou seja, de t+2 para t+1. O escopo de produtos incluídos refere-se a *securities* – ações, títulos corporativos, opções, incluindo empréstimos de ações, eventos corporativos e *prime brokerage*. Títulos governamentais, *commercial papers*, assim como alguns derivativos (*security based swaps*), valores mobiliários do exterior, participações e produtos de seguros não estão no escopo da nova regra, que impacta operações no âmbito de fundos mútuos, do mercado de câmbio e de *funding*.

► A regra final publicada pela SEC confirmou a ampliação do universo impactado pelo encurtamento do ciclo de liquidação, mas a possibilidade de transição para t+0 não foi incorporada, e um calendário um pouco mais dilatado, até maio de 2024, foi definido na norma que terá sua implementação no feriado do Memorial Day – 28 de maio será o primeiro dia de utilização do novo ciclo de 1 dia.

Como já ocorreu em outras jurisdições – China e, mais recentemente, Índia – a promoção de um ciclo de liquidação mais curto no mercado de valores mobiliários em geral tem por objetivo a redução de riscos de liquidez, de crédito e de mercado incorridos no período entre a execução da transação e sua liquidação, por diferentes integrantes de mercado. Por outro lado, envolve dificuldades operacionais e mudanças de sistemas, com implicações para intermediários e infraestruturas, além de exigir novos procedimentos junto a investidores e participantes de outras jurisdições.

No caso dos EUA, as Associações representativas de diferentes segmentos iniciaram a discussão da redução do ciclo de liquidação previamente à consulta publicada pela SEC em 2022. Os eventos de volatilidade vivenciados em março de 2020, pós Covid, e em janeiro de 2021 naquele país (*meme stocks*) foram ilustrativos dos benefícios que poderiam ser alcançados com tal encurtamento e um *white paper* foi publicado ainda no final daquele ano como resultado das discussões. A consulta divulgada pela SEC no ano seguinte trouxe diferenças em relação à proposta dos integrantes de mercado – como a extensão do universo impactado e um calendário mais curto – e um questionamento sobre a transição para t+0.

A regra publicada manteve a ampliação sugerida pela SEC, e a extensão sobre ETF listados nos EUA e certificados representativos de ações – ADR. A possibilidade de transição para t+0 não foi incorporada, e um calendário um pouco mais dilatado, até maio de 2024, foi definido na norma que terá sua implementação no feriado do Memorial Day – 28 de maio será o primeiro dia de utilização do novo ciclo de 1 dia. De fato, as regras finais da SEC alteram a regulamentação pertinente em 4 (quatro) pontos fundamentais, com vistas a:

- Promover o estabelecimento de contratos de compra ou venda para transações com valores mobiliários (observadas as exceções) caso o

correspondente pagamento de recursos ou a entrega dos ativos ocorra em até um dia útil após a data da transação para tais contratos;

- Assegurar que intermediários estabeleçam procedimentos, políticas ou acordos escritos para assegurar a realização de alocações, confirmações e batimentos no mesmo dia da negociação e que *advisors* mantenham registros desses procedimentos correspondentes.
- Eliminar o ciclo em separado (t+4) no caso de compromissos assumidos (por exemplo, para determinadas ofertas) após as 16h30 – que, em sua maior parte, passam a ser liquidados em t+2;
- Facilitar o *straight through processing* (STP) por meio de requerimentos de batimento de operações e compensação para os prestadores de serviços de compensação centralizada.

Logo após a consulta da SEC ter sido divulgada, ainda em 2022, a entidade que reúne os reguladores Canadenses, a CSA, publicou consulta propondo a modificação no instrumento nacional que dispõe sobre compensação e liquidação para alinhamento ao novo ciclo dos EUA dos negócios com valores mobiliários no Canadá. A mudança pode impactar um universo mais restrito, mas a transição está prevista para o dia anterior, na comparação com os EUA – 27 de maio de 2024.

Em outras jurisdições a proposta de encurtamento de ciclo de liquidação está em discussão por participantes dos diversos segmentos afetados: intermediários, Bolsas, infraestruturas de mercado e investidores institucionais. O Governo do Reino Unido estabeleceu uma força tarefa de representantes da indústria para formulação de relatório até o final de 2024. Na União Europeia, a Associação de mercados financeiros da região, [AFME](#), também se mobilizou a esse respeito. As questões são, contudo, mais complexas na região, tendo em vista a multiplicidade de infraestruturas e regras já existentes. Integrantes de mercado no [México](#) anunciaram procedimentos para seguir EUA e Canadá ainda em 2024.

A implementação do ciclo de liquidação em t+1 nos EUA e seus desdobramentos vem sendo acompanhado pela ANBIMA no âmbito da ICSA – *International Council of Securities Associations*, por meio da troca de informações sobre testes, implementação e próximos passos nos diversos países do continente americano, europeu e asiático.

Direto da fonte:

SEC – [“Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle - Final Rule, Fact Sheet, May 5, 2023.](#)

CSA [Rule amendments to National Instrument 24-101 Institutional Trade Matching and Settlement](#) (NI 24-101), CSA Members Regulators (OSC), Dec 2022

[Accelerated Settlement Task Force](#) – UK Government, 9 Dec 2022

Relatório final sobre SPAC identifica riscos específicos dessas ofertas e tratamentos regulatórios utilizados

► A evolução recente em diversos países para lidar com um número significativo de operações de SPAC entre 2019 e 2021 permitiu a atualização do receituário para tratar as características específicas das operações, as diferenças para os IPO e, em especial, os potenciais riscos materiais e de diluição e quanto à proteção dos investidores.

A IOSCO concluiu em maio o relatório final dedicado às SPAC – Sociedades com propósito Específico de Aquisição de Companhia (ou *Special Purposed Aquistion Companies*). Segundo a entidade, as SPAC são companhias sem operações que, por meio de uma oferta pública inicial, captam recursos a serem utilizados para financiar uma fusão ou aquisição de uma empresa fechada em operação, que será com isso objeto de oferta pública. A estrutura das SPAC não é nova no mercado de capitais nos EUA são utilizadas desde a década de 90 - mas vivenciaram um crescimento expressivo nos anos de 2019 a 2021.

Com a multiplicação no número de operações em diversos países, o arcabouço regulatório voltado para as operações foi atualizado em muitos casos [[ver Radar#32](#)], e passou a existir em outros. Mais recente, a consulta da SEC americana sugeriu reforço das informações divulgadas no estágio inicial da SPAC e no período subsequente. As operações de SPAC, quando previstas na regulação, estão sujeitas a exigências semelhantes aos IPO e incorporam alguns de seus riscos. Por outro lado, essa evolução permitiu a formação de um receituário para tratar as características específicas das operações, em especial os potenciais riscos materiais e de diluição, e quanto a proteção dos investidores.

As regras aplicáveis às SPAC referem-se a um amplo conjunto de questões que podem surgir nos vários estágios do ciclo de vida das operações, desde a oferta inicial até a combinação do negócio para a meta encontrada e nova listagem – [ver anexo](#). O Relatório da IOSCO lembra que não há uma solução do tipo *one size fits all* para a regulação de SPAC e, ao invés de recomendações, reúne as diferentes abordagens e medidas em comum que fazem parte dessa evolução recente.

A primeira parte do documento descreve o tratamento regulatório nos países pesquisados e procura estabelecer em que medida diferem daquele aplicável aos IPO tradicionais. São citadas as jurisdições em que as operações são proibidas (como na Austrália), em que não há regulação e/ou a autorização é incerta (Índia e Japão), em que as operações são permitidas e há um mercado ativo, mas não há regulação recente editada (Canadá), ou mercados com nova regulação específica, embora ainda sem operações (Portugal e Espanha). Vários países identificados como mercados ativos de SPAC promoveram recentemente (França, Alemanha, Itália, Coreia, Reino Unido – ver [Radar#32](#)) ou estão prestes a promover (EUA) atualizações nessa normatização.

Em seguida, são levantadas as questões específicas suscitadas por essas estruturas e as principais respostas incorporadas às ações de supervisão, enforcement ou regulatórias. As exigências de transparência, identificação de conflitos e diligência associadas a um IPO, ganham requisitos adicionais principalmente para assegurar a divulgação de outros riscos potenciais da oferta inicial, e de questões relacionadas à governança e ao processo decisório do estágio entre a definição de *target* e a preparação da nova oferta. Como medidas objetivas, aquelas comuns a algumas jurisdições são as seguintes:

- Informações (ou prospecto) da SPAC deve trazer informações diferentes do IPO tradicional, tais como fatores de risco adicionais, questões relacionadas ao target, cenários de diluição. Várias jurisdições proíbem ou restringem o acesso de investidores de varejo (como Hong-Kong e Brasil)
- Outros requisitos: utilização de contas protegidas, prazo máximo entre a oferta e a combinação do negócio e requerimentos do tipo *fit and proper* relativamente à governança.
- Pós combinação do negócio, além de informações adicionais sobre essa combinação, é ainda comum a exigência de *gate keepers*, como intermediários ou auditores (Singapura, Suíça), com responsabilidades e processos de due diligence definidos, e a imposição de restrições à negociação de ações e warrants pelos patrocinadores e/ou por partes específicas.
- Na última etapa, em geral os requisitos são semelhantes ao IPO tradicional, mas é comum um processo de revisão da empresa “combinada” pelo regulador ou Bolsa, prévia à listagem

Quanto aos principais riscos identificados nas abordagens locais, o relatório da IOSCO destaca: os riscos de diluição, com fatores mitigadores como a divulgação de cenários e/ou o estabelecimento de limites máximos ou condições estipuladas nas warrants; de proteção ao investidor, que em geral referem-se a restrições ou proibições (ou não) a participação do investidor de varejo e aos direitos de resgate, e riscos de liquidação, para os quais também contam medidas como o estabelecimento de contas protegidas, de regras claras para exercício de direitos e limites de prazos.

No Brasil, a Resolução 160 que entrou em vigor em 2023 trouxe disposições referentes às SPAC. A ANIMA participou da consulta prévia a essa normatização, inclusive com sugestões sobre o tema.

Direto da fonte:

IOSCO, [“Special Purpose Acquisition Companies Final Report](#), IOSCO Board, May 2023.

SEC – [Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, Projection – Proposed Rules](#), [Press Release 30/3/2022 and related materials Jun 2023](#).

GIRO REGULATÓRIO | JAN A MAI 2023

Publicações que foram destaque entre os reguladores ao redor do mundo

Mercado de Capitais

- [Revisão de regras de mercado primário no Reino Unido - Engagement Papers 1, 2, 3, 4 \(FCA\)](#) – O regulador de conduta britânico divulgou as primeiras consultas sobre Mercado Primário no âmbito das Reformas de *Edinburgh* e de [Instrumento Legal preliminar](#), respectivamente, sobre Admissão à negociação em mercados regulados; Outras emissões de valores mobiliários em mercados regulados; Declarações sobre resultados futuros; e valores mobiliários exceto ações (18/5/2023).
- [Modernização das regras informacionais sobre recompra de ações \(SEC\)](#) – A SEC americana adotou regras que aumentam a tempestividade e a disponibilidade de informações aplicáveis as operações de recompra de ações (3/5/2023).
- [Revisão da Efetividade do Mercado Primário \(FCA\)](#) – A FCA publica o resultado de seu DP 22/2 e consulta sobre a reforma das regras de listagem no Reino Unido (3/5/2023).
- [Criação de linha unificada sobre resiliência financeira proveniente da regulação \(FCA\)](#) – O regulador de conduta britânico divulga os resultados do CP 22/19 e regras finais para a coleta unificada de informações junto a instituições reguladas em uma única atividade (2/5/2023).
- [Reguladores Europeus destacam vigilância relativamente a fatores de riscos que se acumulam \(ESAs\)](#) – A divulgação do Relatório Conjunto sobre Riscos e Vulnerabilidades das Autoridades da EU registra a estabilidade do sistema em um contexto macroeconômico desafiador, mas chama atenção para a necessidade de monitoramento pelo acúmulo de diversos fatores de risco (28/4/2023).
- [Proposta de vedação a conflitos de interesse em determinadas Securitizações \(SEC\)](#): a regra proposta pela SEC tem por objetivo evitar a venda de Asset backed securities em situações de conflitos de interesse materiais (25/1/2023).

Fundos de Investimento

- [Regras complementares para Fundos de Investimento de Longo Prazo – ELTIF \(ESMA\)](#) – O regulador de valores mobiliários da União Europeia consulta sobre os padrões técnicos regulatórios (RTS) complementares à regulação dos fundos de investimento de longo prazo (23/5/2023).
- [Custos indevidos no âmbito os investimentos coletivos regulados pela UCITS e AIFMD \(ESMA\)](#) - O regulador de mercados da União Europeia divulgou opinião reunindo aspectos relacionados a custos indevidos em Fundos regulados pela UCITS ou AIFMD e lançou página dedicada sobre [custos de produtos](#) para orientações a esse respeito (17/5/2023).
- [Aperfeiçoamentos nos requerimentos informacionais de Fundos Privados \(SEC\)](#) – O regulador americano aprovou novos requerimentos que aumentam a transparência e as informações disponíveis sobre Fundos Privados nos EUA (3/5/2023) – ver nessa edição do Radar.
- [Atualizando e aperfeiçoando o regime do Reino Unido de administração de recursos \(FCA\)](#) – O regulador britânico consulta (DP 23/2) sobre melhorias na regulação da atividade de gestão de recursos com vistas a um regime mais moderno e adequado às necessidades do mercado local e internacional (20/2/2023).
- [Ajustes na legislação do ELTIF - Fundo de Investimento de Longo Prazo da UE \(PE\)](#) – O Parlamento Europeu aprovou ajustes nas regras do ELTIF com vistas a facilitar o fluxo de recursos destinados a investimentos na economia real, inclusive áreas prioritárias de investimentos verdes e digitais (15/2/2023).

Distribuição de Produtos de Investimento

- [Orientações para a supervisão de serviços de copy trading \(ESMA\)](#): O regulador de mercado de capitais Europeu publica um *supervisory briefing* sobre a qualificação desses serviços como serviços financeiros e as expectativas correspondentes no que se refere ao atendimento de requisitos do MiFID (30/3/2023).
- [Relatório sobre Conduta em Mercado de Varejo \(IOSCO\)](#) – A IOSCO publica o relatório final da Força Tarefa de Conduta em Mercado de Varejo (RMCTF) trazendo os resultados de impactos de novas tecnologias e novos modelos de negócios sobre a distribuição de produtos de investimento no varejo (30/3/2023).
- [Orientações sobre ações fracionadas \(ESMA\)](#): O regulador da UE publicou declaração tratando de preocupações de proteção ao investidor suscitadas por derivativos de ações fracionadas e destacando as obrigações requeridas na venda desses instrumentos que não devem ser tratados como ações (28/3/2023).
- [Novo conjunto de indicadores para identificar causas potenciais de dano ao consumidor \(EBA\)](#): o regulador bancário da UE divulgou, pela primeira vez, um novo conjunto de indicadores que tem por objetivo a identificação de situações de danos trazidos por má conduta na oferta de produtos bancários de varejo na União Europeia que devem complementar as fontes de informação voltadas à proteção ao consumidor (28/3/2023).
- [Orientações sobre Governança de Produto \(ESMA\)](#): a ESMA publicou relatório final atualizando as orientações sobre governança de produto no âmbito do MiFID, inserindo aspectos sobre objetivos relacionados à sustentabilidade, a prática de identificar mercados alvo, estratégia de distribuição compatível para venda sem aconselhamento e revisões periódicas, inclusive quanto à proporcionalidade (27/3/2023).
- [Proposta para aprimorar regra de custódia e registro por advisors de Investimento registrados \(SEC\)](#) - A SEC americana propôs mudanças nas regras de custódia, registro e informacionais para fins de proteção aos investidores relativamente aos *advisors* de investimento (15/2/2023).

Negociação de Instrumentos Financeiros

- [Cálculo de Posições em Sistema de Registro \(ESMA\)](#) – A ESMA lançou consulta propondo ajustes às Orientações para Sistemas de Registro em posições em derivativos calculadas para fins do EMIR, incluindo escopo de dados, período de cálculo e metodologia utilizados (28/3/2023).
- [Remuneração: aperfeiçoamentos na proporcionalidade para instituições de menor porte \(PRA/BoE\)](#) – O regulador prudencial do Reino Unido consulta (CP 5/23) sobre ajustes nas regras sobre remuneração aplicáveis a instituições de menor porte (27/2/2023)
- [Reduzindo riscos de compensação e liquidação \(T+1\) \(SEC\)](#) – A SEC publicou a regra final, após consulta, que dispõe as medidas para encurtamento do ciclo de liquidação de valores mobiliários de t+2 para t+1, naquele país (15/2/2023) - análise nessa edição do Radar.
- [Opinião sobre Perímetro Regulatório para Ambientes de Negociação \(ESMA\)](#) – O regulador da EU divulgou Relatório Final trazendo esclarecimentos sobre perímetro regulatório para *trading venues* (2/2/2023).
- [No-Action Positions e Documentação Padrão em relação a Swap Dealers \(CFTC\)](#) – A CFTC publicou uma série de No-Action positions em relação a padrões de condução de negócios no exterior e revisou documentações padrão por solicitação da ISDA relativamente a Swaps Dealers nos EUA (2/2/2023).
- [Definição padrão para derivativos de ativos digitais \(ISDA\)](#) – A ISDA publicou nova documentação padrão para ser utilizada em transações com esses derivativos, bem como um *white paper* tratando de questões legais suscitadas por eventos de quebras então recentes naquele segmento (26/1/2023).

Ativos Digitais

- [Regulação dos mercados relacionados a criptoativos \(EP and EC\)](#) – O Parlamento e o Conselho Europeus aprovaram para publicação a diretiva 2023/1114 (MiCA) que trata de atividades e prestadores de Serviços relacionados a criptoativos e que modifica outras regulações da EU (31/5/2023).
- [Recomendações de políticas regulatórias para mercados de Criptoativos e Ativos Digitais \(IOSCO\)](#) – A IOSCO consulta sobre recomendações para reguladores tratarem questões atinentes aos mercados, negociações e aos prestadores de serviços relacionados a criptoativos e ativos digitais (23/5/2023) – ver nessa edição do Radar.
- [Consulta sobre aprimoramentos no conceito de Bolsas \(SEC\)](#) – A SEC americana reabriu a consulta sobre ajustes nos conceitos de Bolsa e mercados alternativos e requisitos informacionais aplicáveis, entre outras razões para receber comentários sobre a aplicação das regras existentes para a negociação de valores mobiliários ligados a criptoativos, inclusive aqueles no âmbito de sistemas descentralizados (DeFi) e informações aplicáveis quanto à negociação de criptoativos (14/4/2023).
- [Riscos de Estabilidade Financeira de Finanças Descentralizadas \(FSB\)](#) – O Relatório do FSB mapeia riscos sistêmicos do ecossistema DeFi para fins da construção de indicadores de monitoramento, acompanhamento e de recomendações de *policy* potenciais por *standard setters* (16/2/2023).
- [Proposta de regime regulatório de serviços financeiros futuro para criptoativos](#) (Treasury UK): A consulta trouxe as propostas do Tesouro do Reino Unido para a regulação aplicável aos serviços financeiros envolvendo criptoativos, em uma discussão faseada (1/2/2023).
- [Tratamento prudencial de exposições bancárias em criptoativos \(BCBS\)](#) – O Comitê de Basileia publicou padrões para o tratamento prudencial de exposições bancárias a criptoativos, ativos tradicionais tokenizados, stablecoins e criptoativos não lastreados, em formato de um novo capítulo das Regras de Basileia a ser implementado em 1º/1/2025 (16/12/2022).

Sustentabilidade

- [Relatório sobre Trabalho Internacional para desenvolvimento de um arcabouço global de avaliação de sustentabilidade relativamente às demonstrações financeiras de empresas \(IOSCO\)](#) – Informa a visão da IOSCO quanto ao arcabouço global para avaliação de demonstrações financeiras referentes à sustentabilidade, resumindo o resultado de coleta de informações junto a seus membros e orientações aos stakeholders (28/3/2023).
- [Onde melhorias são necessárias em benchmarks ASG \(FCA\)](#) – O regulador de conduta do Reino Unido publica carta aos administradores de recursos dispendo questões identificadas sobre falta de informações sobre metodologias, acessibilidade e *accountability*, e de implementação de requerimentos de transparência quanto à utilização de benchmarks ASG (20/3/2023).
- [Relatório sobre riscos relacionados ao clima e arcabouço sobre capital regulatório \(BoE\)](#) – O regulador prudencial e bancário do Reino Unido publica relatório com sua visão mais recente sobre riscos representados pelo clima, nas questões que se referem às lacunas na capitalização bancária – regimes e adaptação – e áreas para futura pesquisa e análise (13/3/2023).
- [Comunicado conjunto sobre divulgação de informações relacionadas a clima em produtos financeiros estruturados](#) (ESA e ECB) – Os reguladores europeus encorajam o desenvolvimento de padrões para a divulgação de informações para ativos securitizados por meio da harmonização de requerimentos de dados relacionados a clima (13/3/2023).
- [Estratégias para mudanças positivas em relação à sustentabilidade \(FCA\)](#): Por meio do *Discussion Paper* 23/1, o regulador de conduta do Reino Unido consulta instituições reguladas quanto às suas visões sobre governança, incentivos e competências em relação à sustentabilidade (10/2/2023).

SIGLAS

ABS: *Asset-Backed Securities*

AFM: *Authority for the Financial Markets (Países Baixos)*

AMF: *Autorité des marchés financiers (França)*

ASIC: *Australian Securities & Investments Commission*

AIF: *Alternative Investment Fund*

BCBS: *Basel Committee on Banking Supervision*

BCE: *Banco Central Europeu*

BoE: *Bank of England*

BIS: *Bank for International Settlements*

CBDC: *Central Bank Digital Currency*

CFTC: *Commodity Futures Trading Commission (EUA)*

CMN: *Conselho Monetário Nacional*

CVM: *Comissão de Valores Mobiliários*

EBA: *European Banking Authority*

EIOPA: *European Insurance and Occupational Pensions Authority*

ESA: *European Supervisory Authorities*

ESMA: *European Securities and Markets Authority*

ESRB: *European Systemic Risk Board*

ETF: *Exchange-traded fund*

EUA: *Estados Unidos da América*

FCA: *Financial Conduct Authority (Reino Unido)*

FED: *Federal Reserve System*

FESE: *Federation of European Securities Exchanges*

FSB: *Financial Stability Board*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IOSCO: *International Organization of Securities Commissions*

ISDA: *International Swaps and Derivatives Association*

ISSB: *International Sustainability Standards Board*

MMF: *Money Market Funds*

MPC: *Monetary Policy Committee (Reino Unido)*

OCC: *Options Clearing Corporation*

PMCC: *Primary Market Corporate Credit Facility*

RMCTF: *Retail Market Conduct Task Force*

RTS: *Regulatory Technical Standards*

SASB: *Sustainability Accounting Standards Board*

SEC: *Securities Exchange Commission (EUA)*

SFDR: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*

SIFMA: *Securities Industry and Financial Markets Association*

SMCC: *Secondary Market Corporate Credit Facility*

TALF: *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*

TCFD: *Task Force on Climate Related Financial Disclosures*

UCITS: *Undertakings Collective Investment in Transferable Securities*

UE: *União Europeia*

SUPERINTENDÊNCIA GERAL

José Carlos Doherty

SUPERINTENDÊNCIA DE REPRESENTAÇÃO INSTITUCIONAL

Tatiana Itikawa

GERÊNCIA DE AUTORREGULAÇÃO

Fernanda Sobrinho Duarte, Caroline Miaguti

REGULAÇÃO INTERNACIONAL - Patrícia Menandro (consultora)

PRESIDENTE

CARLOS ANDRÉ

VICE-PRESIDENTES

CARLOS TAKAHASHI, DENISIO DELFINO, ERIC ALTAFIM, JOSÉ EDUARDO LALONI, LUIZ SORGE, PEDRO RUDGE, ROBERTO PARIS E SERGIO CUTOLO

DIRETORES

ADRIANO KOELLE, ANDRÉS KIKUCHI, EDUARDO AZEVEDO, FERNANDA CAMARGO, FERNANDO RABELLO, FERNANDO VALLADA, GIULIANO DE MARCHI, GUSTAVO PIRES, JULYA WELLISCH, ROBERTO PAOLINO, RODRIGO AZEVEDO, SERGIO BINI E TEODORO LIMA

COMITÊ EXECUTIVO

ZECA DOHERTY, FRANCISCO VIDINHA, GUILHERME BENADERET, LINA YAJIMA, MARCELO BILLI, TATIANA ITIKAWA, AMANDA BRUM, ELIANA MARINO, SORAYA ALVES E THIAGO BAPTISTA

RIO DE JANEIRO: Praia de Botafogo, 501, bloco II, conj. 704
CEP 22250-042 + 21 3814 3800

SÃO PAULO: Av. das Nações Unidas, 8501, 21º andar
CEP 05425-070 + 11 3471 4200

www.anbima.com.br