



Ano XI • Número 36 • 2º 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 | 36ª Edição Outubro/2023

Padrões globais em sustentabilidade devem auxiliar convergência e uso de informações » A definição dos primeiros documentos trazendo padrões globais para divulgação de informações sobre sustentabilidade por empresas deverá auxiliar o estabelecimento de regras a esse respeito nos mercados locais ao mesmo tempo que contribui para maior disponibilidade e consistência de dados e métricas nessa agenda. [\[leia mais\]](#)

Receituário para Fundos de Money Market inclui mix de políticas e maior uso de dados » Propostas e regras nos EUA e UE avançam na combinação de políticas regulatórias, evitando a aplicação automática de ferramentas de liquidez associada aos limiares mínimos de ativos líquidos dos fundos e aperfeiçoando métricas e informações utilizadas para fins de testes de *stress* [...]. [\[leia mais\]](#)

IOSCO consulta sobre recomendações para analisar riscos das finanças descentralizadas » Consulta da IOSCO sobre DeFi é a segunda da Força Tarefa da entidade que também sugeriu recomendações para Criptoativos e deverá complementar receituário internacional do FSB. [...] [\[leia mais\]](#)

Reguladores reforçam medidas sobre nomes e *label* de produtos no combate ao *greenwashing* » Medidas como a aprovação da Name's Rule nos EUA e consulta da Comissão Europeia sobre a introdução de labels para além da SFDR procuram fortalecer instrumentos para a análise e supervisão de produtos sustentáveis [...]. [\[leia mais\]](#)

Consultas tratam da disponibilização e uso de ferramentas anti-diluição por fundos abertos » Consultas complementares do FSB e da IOSCO mobilizaram participantes da indústria em todo mundo propondo disponibilização compulsória de ferramentas anti-diluição como parte da gestão diária de liquidez em fundos abertos, além de orientações para sua implementação [\[leia mais\]](#)

SEC aprova regras que restringem atividades de advisors de fundos privados nos EUA » Diagnóstico da IOSCO sobre universo de finanças privadas aborda riscos emergentes dessas operações tratados na medida mais recente da SEC a respeito de Fundos Privados e sua distribuição. [\[leia mais\]](#)

Padrões globais em sustentabilidade devem auxiliar convergência e uso de informações

A agenda voltada para o estabelecimento de padrões globais para a divulgação de informações sobre sustentabilidade por empresas registrou avanços expressivos nos últimos meses.

► A IOSCO endossou os documentos publicados pelo ISSB, declarando que os respectivos padrões constituem um arcabouço global apropriado para o uso de informações financeiras sobre sustentabilidade, tanto no que se refere a processos de captação e negociação quanto para auxiliar a avaliação integrada de riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade.

Em junho de 2023, após concluída a consulta pública internacional e os ajustes dela decorrentes [[ver Radar nº 32](#)], o ISSB disponibilizou a versão final dos documentos IFRS 1 e IFRS 2 trazendo requerimentos gerais para a divulgação de informações financeiras relacionadas, respectivamente, à sustentabilidade em geral e ao clima.

Em 25/7, após uma revisão completa e independente, a IOSCO endossou os documentos publicados pelo ISSB, declarando que os respectivos padrões constituem um arcabouço global apropriado para que o mercado de capitais promova o uso de informações financeiras sobre sustentabilidade, tanto em processos de captação e negociação quanto para auxiliar a avaliação integrada de riscos e oportunidades a ela relacionados.

Na mesma data, o ISSB divulgou um [documento](#) informando os mecanismos que irá adotar para auxiliar a “jornada de implementação” dos novos padrões nas diversas jurisdições, já a partir de janeiro de 2024. Tal estratégia inclui 4 frentes, a saber:

- A introdução de mecanismos de proporcionalidade e escalabilidade nos documentos IFRS 1 e IFRS 2;
- A introdução de flexibilizações transitórias (*transitional reliefs*) quando os padrões são utilizados pela primeira vez;
- O estabelecimento de programas de capacitação para prover apoio técnico a reguladores e *stakeholders* nesse processo; e
- O desenvolvimento de um Guia de Adoção até o final de 2023.

As flexibilizações transitórias são aplicáveis a todas as entidades no primeiro ano de adoção do IFRS 1, e se referem: (i) à consideração apenas de informações sobre riscos e oportunidades referentes a clima (de acordo com o IFRS 2), ficando as informações sobre os demais riscos e oportunidades de sustentabilidade exigíveis a partir do segundo ano; (ii) a uma dispensa inicial para a divulgação da medida de escopo 3 de emissões de gases de efeito estufa (GHG), na primeira adoção do IFRS 2 e (iii) à divulgação das informações relacionadas a sustentabilidade depois das demonstrações financeiras do mesmo ano (enquanto o requerimento usual é de publicação concomitante).

O endosso da IOSCO aos padrões ISSB também significa um impulso a mais de 130 jurisdições para que desenvolvam meios para adoção, uso ou recebimento de informações com base nesses padrões no contexto dos arranjos vigentes em suas jurisdições, promovendo consistência e comparabilidade entre informações para investidores.

A publicação dos padrões já teve reflexos em termos de convergência: A Comissão Europeia anunciou, em 31/7, a publicação dos padrões da UE (*European Sustainability Reporting Standards* ou ESRS) aplicáveis a partir de 2024, no âmbito da diretiva local de divulgação de informações sobre sustentabilidade pelas corporações (CSRD), considerando as questões discutidas com o ISSB com vistas à interoperabilidade entre esses dois padrões.

[Em tempo] No Brasil, a CVM publicou, em 20/10, a [Resolução nº 193](#) que, de forma pioneira, permite a adoção voluntária por companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras, dos padrões ISSB, para fins da divulgação de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, desde que a opção seja declarada em 2024 e fazendo jus a flexibilizações, e sua obrigatoriedade, para as companhias abertas, a partir dos exercícios sociais iniciados ou após 1/1/2026.

A publicação do Guia de Adoção do ISSB previsto para o final de 2023 também deverá contribuir para apoiar reguladores locais, tratando de implementação inclusive em questões de escala e de faseamento em nível jurisdicional, mas também de forma a assegurar consistência e comparabilidade entre jurisdições.

Já no que se refere a IOSCO, os próximos passos na agenda da Força Tarefa de Sustentabilidade incluem o desenvolvimento de padrões de asseguarção (*assurance*) e de ética (inclusive independência) das informações divulgadas, que a entidade vai acompanhar junto aos respectivos *standard setters* internacionais (IAASB e IESBA). A conclusão desse trabalho é esperada para o final de 2024, em tempo de coincidir, no ano seguinte, com as primeiras divulgações com base no padrão ISSB.

Direto da fonte:

ISSB - "[ISSB issues inaugural global sustainability disclosure standards](#)", [IFRS 1](#) (Sustainability-related) and [IFRS2](#) (Climate-related), June 26 2023

IOSCO – "[IOSCO endorsement of the ISSB Standards for sustainability-related disclosures](#)" – Endorsement Decision, July 25, 2023.

European Commission – [The Commission adopts the European Sustainability Reporting Standards Newsroom](#) – July 31, 2023.

Receituário para Fundos de Money Market inclui mix de políticas e maior uso de dados

Em 2023, o contexto de taxas de juros elevadas e os desdobramentos de eventos de maior volatilidade observada em diversos mercados promoveram uma nova rodada de discussões em torno do papel dos Fundos conhecidos como Money Market Funds ou MMF.

Tais fundos tem sua trajetória impactada por movimentos de busca por segurança e são, ao mesmo tempo, suscetíveis a mudanças nas condições de liquidez, integrando o receituário prudencial do FSB voltado à intermediação financeira não-bancária. Em 2022, tanto na União Europeia, quanto nos EUA, foram publicadas propostas de reformas nas regras desses Fundos, em função das lições trazidas pela crise da Covid-19 e das fragilidades decorrentes do descasamento de liquidez entre respectivos ativos e obrigações, associadas aos Fundos Abertos em geral e das vulnerabilidades específicas desses fundos. Foram sugeridas medidas como o aumento de colchões de liquidez, o descolamento entre limiares de liquidez e a adoção automática de ferramentas, o uso compulsório de ferramentas anti-diluição e o aperfeiçoamento de métricas para testes de *stress*. Mas os reguladores têm levado em conta características específicas do segmento em cada jurisdição, permitindo abordagens diferenciadas.

De fato, em 16/8, o FSB lançou uma Revisão Temática sobre os MMF: realizou consulta entre agosto e setembro para mapear diferenças entre jurisdições quanto à composição de investidores, perfil de ativos e outros fatores relacionados aos MMF; evolução relacionada às reformas recentes no segmento e desafios enfrentados pela indústria na implementação das mencionadas reformas.

No Termo de Referência que apresentou a iniciativa, o FSB reforçou que tais fundos estão sujeitos a dois tipos de vulnerabilidades que podem ser mutuamente reforçadas: são suscetíveis a resgates repentinos e disruptivos, e podem enfrentar desafios para vender seus ativos, particularmente em situações de *stress*. Mas destacou a esse respeito que essa condição sofre variações conforme a estrutura do mercado, os usos e as características dos MMF em cada jurisdição.

Tal percepção permite, ademais, reconhecer que há um vasto leque de opções para tratar essas vulnerabilidades, e que condicionantes locais (comportamento dos investidores, regulação de gestores e administradores, mercados subjacentes de ativos de curto prazo e produtos substitutos a tais fundos) podem levar a diferentes combinações de políticas regulatórias capazes de aumentar a resiliência desses fundos. Os resultados da consulta devem ser divulgados até o final do ano, mas esse diagnóstico já está refletido em evoluções locais.

Em 3/8, a SEC americana publicou os ajustes à Regra 2a-7 com o objetivo de aumentar a resiliência e a transparência dos Money Market Funds naquela jurisdição, após longa consulta e extensos debates. Foram incorporadas

► O receituário internacional a respeito dos MMF, sob responsabilidade do FSB e da IOSCO, já reconhece que há um vasto leque de opções para tratar as vulnerabilidades apresentadas por esses fundos, e que condicionantes locais podem levar a diferentes combinações de políticas regulatórias capazes de aumentar a resiliência desses fundos.

mudanças à proposta original que trazia o *swing pricing* para o dia a dia desses fundos e ajustes em horários de encerramento e de precificação das cotas para fins de adoção do mecanismo. A nova regra traz 4 (quatro) linhas de alterações vigentes já em 2/10/2023, conforme os diferentes tipos de MMF existentes naquele país:

- Eliminação do dispositivo que determinava a ativação automática de *gates* ou taxas quando atingidos limiares mínimos de proporção (diária e semanal) de ativos líquidos na carteira (de 10 e 30%);
- Elevação dos percentuais de ativos líquidos a serem mantidos pelos fundos (de 10 e 30%), para 25 e 50% (diário e semanal);
- Adoção de taxa de saída como ferramenta de liquidez a ser utilizada quando ultrapassado um volume de resgate líquido diário correspondente a 5% do patrimônio líquido do fundo (compulsória para fundos *prime* e com tributação diferenciada, e voluntária para fundos de títulos governamentais);
- Novos parâmetros para a realização de testes de *stress*, e requerimentos informacionais em formulários próprios de declínios significativos na liquidez do portfólio (vigentes a partir de 2024).

O processo de consulta nos EUA ajudou a esclarecer que a ativação automática de *gates* e taxas de saída, em situações em que o fundo não atinge limiares mínimos (diários ou semanais) de ativos líquidos, demonstrou-se inadequada, podendo trazer consequências não-intencionais como reforçar comportamentos de antecipação de resgates. Também permitiu a identificação de fatores favoráveis à adoção de taxa de saída como alternativa ao *swing pricing*, como o fato de constituir uma ferramenta de liquidez mais simples e adequada a esses fundos.

Na UE, as [discussões](#) em torno do novo arcabouço regulatório de fundos também levaram a propostas que desconectam a observação de limites mínimos de liquidez da ativação de ferramentas de liquidez. A utilização de ferramentas de liquidez poderá não ser consistente com as regras observadas para UCITS e AIFMD, lembrando que tanto nessa jurisdição quanto nos EUA foi preservada a existência de MMF com cotas constantes (CNAV). Vale notar, no caso da UE, a previsão de medidas que ampliam a disponibilidade de informações fornecidas por esse segmento, bem como a realização ampliada de testes de *stress*, cuja [metodologia](#) deverá sofrer ajustes para contemplar estatísticas e achados atualizados sobre interconectividade entre esses fundos e relativamente aos mercados de ativos de curto prazo subjacentes. A ESMA tem ampliado as [informações](#) disponíveis a esse respeito no ano de 2023.

Direto da fonte:

SEC - [“Money Market Funds Reforms; Form PF Reporting requirements for Large Liquidity Fund Advisers; Technical Amendments to Form N-CSR and Form N-1A”](#) Federal Register, August 03, 2023.

FSB – [“Thematic Peer Review on Money Market Fund Reforms: Summary - Terms of Reference and request for public feedback”](#) – August, 16 2023.

IOSCO consulta sobre recomendações para analisar riscos das finanças descentralizadas

O receituário voltado para o tratamento por reguladores de riscos e atividades relacionados às Finanças Descentralizadas, bem como para lidar com o ecossistema referente a criptoativos registrou avanços consideráveis nos últimos meses, e deverá ser finalizado em 2023, no que se refere às duas linhas de trabalho da Força Tarefa da IOSCO em Fintech – FTF. Em setembro, a FTF divulgou a segunda consulta prevista para o ano, propondo recomendações de políticas regulatórias aplicáveis ao universo DeFi no mercado de capitais. A primeira delas, sobre criptoativos, lançada em março [[ver Radar#35](#)], deverá tornar-se um relatório final, com resultados reunidos aos da consulta atual, a serem divulgados em um único documento esperado para o final do ano.

► A consulta da IOSCO sobre DeFi traz elementos em comum com aquela referente a criptoativos, tendo como base a abordagem “mesmas atividades, mesmos riscos, mesmo tratamento regulatório”, em termos de proteção ao investidor e de integridade de mercado, no tratamento de responsáveis, atividades, serviços e produtos, independentemente da tecnologia empregada.

A consulta sobre DeFi tem como pano de fundo o documento divulgado pela IOSCO no início de 2022, em que descreve e detalha operações e riscos associados a esse ecossistema. Para fins de conceituação, as Finanças Descentralizadas (ou DeFi) se referem a produtos, serviços, arranjos ou atividades financeiras que utilizam tecnologias de registro distribuído ou tecnologia *blockchain* (DLT) inclusive códigos autoexecutáveis conhecidos como *smart contracts*. Em ambos os documentos já divulgados sobre o tema, a IOSCO reconhece que:

- Determinados usos da tecnologia buscam soluções que eliminem intermediários tradicionais;
- Determinado arranjos e atividades de fato oferecem serviços e produtos equivalentes àqueles disponibilizados por intermediários em mercados tradicionais;
- Responsáveis pelas soluções, arranjos, atividades podem ser tratados como intermediários, tradicionais conforme a jurisdição

Com isso, a presente consulta traz elementos em comum com aquela referente a criptoativos, propondo a reguladores a ideia geral de que atividades e riscos semelhantes devem ser abordados com vistas aos mesmos resultados regulatórios, em termos de proteção ao investidor e de integridade de mercado, no tratamento de responsáveis, atividades, serviços e produtos, independentemente da tecnologia empregada. A IOSCO aponta, ademais, as questões de alcance e diversidade nos arranjos que podem ser considerados DeFi. Com isso, diversas recomendações estão voltadas para a tarefa de identificação de questões no ecossistema, além de requisitos regulatórios aplicáveis. O resultado foram 9 recomendações, que se referem a:

- Identificação: de arranjos e atividades, pessoas responsáveis; padrões comuns de regulação; conflitos e riscos (e seu tratamento);
- Divulgação de informações;
- Cumprimento de regras (*enforcement*)
- Cooperação transfronteiriça e
- Interconectividade: com o ecossistema de criptoativos e o mercado tradicional.

O documento final da IOSCO reunindo as recomendações para reguladores de mercados de capitais referentes a criptoativos e DeFi, já contará com a definição do arcabouço do FSB referente à regulação e à supervisão de criptoativos e *stablecoins* globais (GSC). As Recomendações Gerais do FSB publicadas em 17/7 também se baseiam na abordagem de “*mesmas atividades, mesmos riscos, mesma regulação*”, mas tem como foco as questões de estabilidade financeira. O FSB divulgou os 2 (dois) documentos resultantes do processo de consulta iniciado em 2022 [ver [Radar#34](#)], informando que o receituário não alcança as demais categorias de risco, exclui as questões relacionadas a CBDC e procura antever aspectos de proporcionalidade.

A regulação do tema também apresentou evoluções em mercados locais:

- Na União Europeia, a regulação complementar da legislação reunida na diretiva MiCA já foi objeto de 2 (dois) pacotes de consultas em um total de 3 (três) previstos até o primeiro quartil de 2024. O primeiro deles foi publicado em 12/7 (trazendo regras para autorização, identificação e administração de conflitos por parte de prestadores de serviços de criptoativos (CASPs), e sugestões para tratarem reclamações) e o outro em 5/10 (com padrões técnicos regulatórios que se estendem ao envio de informações, questões operacionais, entre outras).
- A Autoridade Monetária de Singapura [anunciou](#) em 15/8 os principais requerimentos da nova regulação para emissores de *stablecoins* – de estabilidade de valor, capital, resgate ao par e transparência – exigíveis para utilizar a denominação de “MAS-regulated *stablecoins*.”
- No Reino Unido, entraram em vigor as regras do regulador de conduta que condicionam o *marketing* de criptoativos como produtos financeiros. As regras e [orientações](#) complementares finalizadas após consultas identificam criptoativos como produtos que podem ser promovidos junto a consumidores em geral, mas condicionados a autorizações e com restrições que incluem avisos claros sobre riscos, proibição de incentivos, requerimentos de classificação de clientes e de avaliação quanto à adequação, entre outras.

No Brasil, a Lei nº 14.478/22 (marco regulatório de criptoativos) entrou em vigor em 20/6 e foi regulamentada pelo Decreto nº 11.563, de 13/6, que nomeou o BCB como autoridade responsável pela regulação e supervisão desse mercado, mantida a competência da CVM para a emissão e oferta de ativos virtuais que sejam considerados valores mobiliários.

Direto da fonte:

[IOSCO – “Policy Recommendations for Decentralized Finance \(DeFi\) Consultation Report” – September 2023](#)

[FSB - “FSB finalizes global regulatory framework for crypto-asset activities”, July 17, 2023](#)

[ESMA – “Technical Standards specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation \(MiCA\)” – Consultation Paper 1st package July 12, 2023 and second consultation paper – October 5, 2023.](#)

[FCA – “Financial Promotion Rules for Criptoassets” – June 2023.](#)

Reguladores reforçam medidas sobre nome e *label* de produtos no combate ao *greenwashing*

A busca por assegurar que a proliferação de produtos financeiros ligados à sustentabilidade se traduza em contribuição efetiva a essa agenda e a mitigação de riscos de *greenwashing* também com vistas à proteção ao investidor tem levado reguladores locais a aprofundar medidas que melhor instrumentalizem as ações de supervisão a esse respeito.

► A consulta da Comissão Europeia questiona sobre a adoção de *labels* em complemento à regra SFDR e se os mencionados rótulos devem seguir as denominações da atual regra, ou se devem considerar estratégias e tipologias específicas da agenda ASG, no segundo caso podendo levar a uma maior consistência com a proposta do Reino Unido, a SDR, ainda em análise.

Um estudo divulgado em 13/9 pelo Instituto CFA analisou as informações relativas a questões ASG divulgadas por 60 fundos de investimento selecionados, na UE e nos EUA. O documento procurou identificar situações que podem ser consideradas *greenwashing* sob a ótica do investidor, independentemente da intencionalidade das ações, e a partir das diferentes formas de divulgação de informações: prospectos, políticas, materiais de *marketing* e aqueles disponíveis em websites. A análise revelou inconsistências entre esses materiais, omissões de informações-chave, autodenominações sobre sustentabilidade (*claims*) sem comprovação e ênfases indevidas ou exageradas. Entre as maiores inconsistências, diferenças entre os materiais de *marketing* e as políticas implementadas, nos fundos de varejo, e o nome dos fundos.

A aprovação da regra final que altera a Name's Rule nos EUA, em 20/9, parece ter avançado nessa direção. A medida aumentou o escopo da regra que exige correspondência entre o nome dos fundos e 80% de sua política de investimento de forma a abranger fundos que utilizam termos que sugerem foco em um determinado tipo de investimento que tenha, ou que os emissores tenham, características específicas. Na prática, a medida estende o requerimento para fundos que utilizam denominações ligadas à sustentabilidade – entre outros – traz para esses fundos obrigações de comprovar uma elevada consistência entre os respectivos investimentos e os nomes utilizados. Para esses fins, cabe observar:

- Os fundos terão que rever o enquadramento de seu portfólio em relação ao percentual de 80% pelo menos a cada quadrimestre;
- Serão estabelecidos prazos específicos – em geral, de 90 dias – para restabelecer o atendimento à regra em casos de desenquadramento
- Foram reforçados requerimentos relacionados aos prospectos e fornecimentos de informações ao regulador
- Foram estabelecidas condições específicas para fundos fechados que precisem alterar suas políticas de investimento em função da regra.

As mudanças na Name's Rule ora aprovadas foram objeto de consulta lançada em março de 2022 em conjunto com uma (segunda) proposta, que sugeriu a adoção de denominações específicas para fundos ASG [ver [Radar#33](#)]. Essa segunda consulta não foi objeto de regulamentação final até o momento. A publicação das mudanças na Name's Rule independentemente da referida regra complementar sugere que a disponibilidade de instrumentos para evitar *greenwashing*, bem como a questão informacional, predominaram na decisão da SEC.

Prioridade semelhante tem guiado as publicações dos reguladores na UE, em relação à SFDR - regra daquela jurisdição que trata da divulgação de

informações sobre sustentabilidade voltada para produtos que integrem questões ASG (artigo 6), que promovam questões de sustentabilidade (artigo 8) ou que tenham objetivo de sustentabilidade (artigo 9). Embora a SFDR estabeleça requisitos informacionais, ela se tornou referência para a categorização dos produtos ASG. Em 14/9, a Comissão Europeia lançou consulta com vistas à revisão de aspectos da SFDR, que tem como um de seus principais objetivos averiguar a possibilidade de adoção de *labels* para os fundos ligados à sustentabilidade. A esse respeito, a consulta também questiona se a adoção dos mencionados rótulos deve seguir as denominações da atual regra, ou se deve considerar estratégias e tipologias específicas da agenda ASG. Enquanto a primeira opção prioriza o histórico, a segunda pode levar a uma maior consistência com a proposta do Reino Unido – a SDR, ainda em análise [ver [Radar#34](#)].

De todo modo, a introdução de ajustes na SFDR que propiciem instrumentos mais objetivos de supervisão de tais fundos é uma tendência que vem sendo apoiada pelo regulador de mercado de capitais na UE. No final de 2022, a ESMA já havia publicado uma [proposta](#) sugerindo a adoção de percentuais mínimos de atendimento para assegurar consistência entre os fundos enquadrados nos mencionados artigos 8 e 9 e os respectivos portfólios. Em 2/10, a entidade divulgou o resultado de um estudo mapeando a evolução de fundos com essa denominação e, especificamente, as declarações de compromissos com essa pauta (*claims*) nos respectivos documentos. A análise revelou, por exemplo, que as menções a compromissos com a pauta ESG são localizadas em 23% dos documentos sobre estratégia dos fundos, mas chegam a 90% no caso dos materiais de *marketing*. Segundo a ESMA, o estudo é parte de esforços para desenvolver ferramentas analíticas para fins de supervisão, inclusive para identificar situações de *greenwashing*.

No Brasil, a entrada em vigor da Resolução nº 175 da CVM a partir de outubro inclui no novo marco regulatório de fundos de investimento requerimentos para o uso de denominações ligadas à pauta de sustentabilidade. Em sintonia, as regras da ANBIMA voltadas para a identificação de Fundos de Investimento Sustentável e da integração de questões ASG em Fundos de Investimento foram ampliadas para um universo maior de categorias de fundos – passando a incorporar FIP e Fundos Imobiliários.

Direto da fonte:

CFA Institute – [“An Exploration of Greenwashing Risks in Investment Fund Disclosures: An Investor Perspective”](#), Study, September 13, 2023

SEC – [“SEC Adopts \(“Names”\) Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names”](#) – September 20, 2023

European Commission – [“The Commission consults on the Implementation of SFDR”](#) – September 14, 2023

ESMA – [“ESG names and claims in the EU fund industry”](#) – TRV Risk Analyses – October 2, 2023.

Consultas tratam da disponibilização e uso de ferramentas anti-diluição por fundos abertos

O FSB e a IOSCO realizaram, entre julho e setembro desse ano, consultas complementares sobre o gerenciamento de risco de liquidez em Fundos de Investimento abertos. As consultas já eram esperadas desde o final de 2022 [ver [Radar#34](#)], quando as entidades concluíram a revisão de suas recomendações nessa agenda frente aos episódios ocorridos desde a crise da Covid-19. Embora a avaliação quanto ao receituário disponível e à adoção desses preceitos pelas diversas jurisdições tenham sido positivas, o FSB concluiu que havia espaço para orientações mais granulares quanto à mitigação de riscos de diluição e de comportamentos do tipo *first mover advantage* nesses fundos - que trazem riscos à estabilidade financeira e de proteção ao investidor.

► A ANBIMA respondeu às consultas do FSB e da IOSCO ressaltando os instrumentos de gerenciamento de risco de liquidez já implementados no mercado local, inclusive em atendimento à autorregulação da ANBIMA, bem como a evolução recente no marco regulatório de fundos, também contemplando novas ferramentas de liquidez a disposição dos gestores de fundos locais.

A consulta do FSB divulgada em 5/7 propõe uma revisão nas Recomendações formuladas em 2018 pela entidade para tratar as vulnerabilidades decorrentes do descasamento de liquidez em fundos abertos. As propostas trazidas na consulta alteram a redação das recomendações 1-9 e podem ser resumidas em 3 (três) pontos principais:

- a regulação deve assegurar um amplo leque de ferramentas para a gestão da liquidez em fundos abertos, tanto em situações normais, quanto de *stress* e promover a redução de barreiras ao seu uso;
- devem ser estabelecidas regras voltadas para a disponibilidade de ferramentas anti-diluição para os gestores de fundos abertos, que devem implementá-las para mitigar riscos de diluição, imputando aos investidores os custos de liquidez dos respectivos resgates;
- associar na regulação o uso de ferramentas de liquidez baseadas em quantidade a situações excepcionais ou de *stress* de mercado.

Para contemplar tais disposições, o FSB propõe, adicionalmente, a adoção de uma abordagem que tipifique os diversos fundos, segundo a liquidez preponderante das carteiras (*bucketing approach*). Em todo caso, a recomendação do FSB é que a regulação determine a disponibilidade de pelo menos 1 (uma) ferramenta anti-diluição para todos os fundos abertos que oferecem liquidez diária, sugerindo ademais combinações entre essas ferramentas e outros instrumentos para os diferentes tipos de fundos.

Já a consulta da IOSCO referiu-se à operacionalização de ferramentas anti-diluição. Quanto a essas ferramentas, o *framework* proposto pela IOSCO inclui: (i) os 5 (cinco) tipos considerados como anti-diluição, aí incluídas o *swing pricing* e a taxa de entrada e saída; (ii) orientações para a respectiva calibragem, que deve se basear em estimativas de custos diretos e indiretos de liquidez, incluídos custos de mercado; (iii) definição (ou não) de *thresholds* de ativação; (iv) condições aplicáveis à governança, como existência de *boards* ou conselhos para decisões a elas relacionadas; e (v) divulgação de informações aos investidores sobre disponibilidade das mesmas e condições de uso (se aplicável).

A maior parte das manifestações trouxe críticas à abordagem proposta pelo FSB para fundos abertos que oferecem liquidez diária, por seu formato *one size fits all*. A diversidade de tipos de fundos e políticas de gerenciamento implementadas de forma contínua pelos gestores – além de outros elementos que podem ser atribuídos, como fundos fechados, carências e testes de *stress* – foram fatores apontados como alternativas à imposição de ferramenta anti-diluição de forma geral.

Ainda em julho, o Banco Central da Irlanda divulgou um texto para discussão de abordagem “de política macroprudencial para Fundos de Investimento”, com prazo para comentários até novembro. O documento propõe medidas que aprimorem a resiliência de fundos que funcionem de forma coletiva ou agregada, sendo operacionalizadas em segmentos (*co-horts*) de fundos e com construção prévia à ocorrência de crises, mas considerando o papel das políticas de gerenciamento de riscos dos fundos.

Por fim, em 5/9, o Conselho de Risco Sistêmico Europeu (CRSE), entidade encarregada das questões prudenciais na UE, publicou documento reunindo questões referentes às principais fontes de risco sistêmico em fundos – descasamento de liquidez e alavancagem. A publicação trouxe aspectos específicos dos fundos que carregam títulos corporativos e ativos imobiliários, com o objetivo de orientar decisões da reforma em curso da AIFMD – diretiva que regula fundos alternativos na região. O texto aponta instrumentos já disponíveis na regulação da UE, procurando estabelecer diferenças entre as situações (regular, eventual e em resposta a crises) de uso discricionário pelo gestor ou que fazem jus à imposição do regulador.

A ANBIMA vem acompanhando esse debate e respondeu às consultas do FSB e da IOSCO. Na resposta, foram ressaltados os procedimentos de gerenciamento de risco de liquidez já implementados no mercado local, inclusive em atendimento à autorregulação da ANBIMA, bem como a evolução recente no marco regulatório de fundos, também contemplando novas ferramentas de liquidez à disposição dos gestores de fundos locais.

Direto da fonte:

[FSB - “Addressing Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds – Revisions to the FSB’s 2017 Policy Recommendations: Consultation Report”](#), July 05, 2023 e [“Public responses to Consultation”](#), September 14, 2023.

[IOSCO - “Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes” – July 05, 2023](#)

[Central bank of Ireland - “An approach to macroprudential policy for Investment Funds – Discussion Paper” – Eurosystem – July 2023.](#)

[CRSE - Issues note on policy options to address risks in corporate debt and real estate investment funds from a financial stability perspective – September 5, 2023.](#)

SEC aprova regras que restringem atividades de *advisors* de Fundos Privados nos EUA

► O Relatório da IOSCO sobre finanças privadas identificou riscos emergentes nesse universo, incluindo questões de opacidade, uso de alavancagem nas operações, os desafios para a integridade de mercado, inclusive pelo acesso ao varejo, e riscos potenciais de transmissão para mercados públicos.

Como informado na edição anterior [ver [Radar#35](#)], o extenso Plano de Trabalho da IOSCO para 2023/24 incluiu apenas uma nova prioridade em relação às ações em curso no início desse ano - as Finanças Privadas. A análise Temática sobre Riscos Emergentes em Finanças Privadas publicada em 14/9 pela entidade registra o trabalho de diagnóstico a respeito desse universo conduzida nos últimos meses. Segundo a IOSCO, o termo “finanças privadas” é abrangente, e suas definições podem variar conforme a jurisdição. Contudo, em geral abrangem atividades relacionadas à estruturação de financiamento e empréstimo realizadas por investidores não bancários a empresas em operações bilaterais - ou fora de mercados públicos. Tais atividades podem envolver *private equity* e *private credit* – sendo a referência a crédito privado relacionada a operações de crédito não-bancárias, inclusive envolvendo formas de securitização e operações realizadas por gestores de fundos.

O documento da IOSCO aponta o expressivo crescimento dessas operações nos últimos anos destacando aspectos positivos dessa evolução, como o preenchimento de lacunas características do crédito bancário e o financiamento a *startups* e setores emergentes. De outro lado, o relatório identificou riscos emergentes relacionados tanto à natureza das atividades desenvolvidas quanto de *spillover* para segmentos conectados. Em especial são *mencionadas* questões de opacidade, principalmente no que se refere ao *valuation* das operações e às informações disponibilizadas, inclusive sobre conflitos de interesses, cobrança de taxas e direitos diferenciados. Outros aspectos apontados pela IOSCO incluem o uso de alavancagem nas operações, os desafios para a integridade de mercado, inclusive pelo acesso ao varejo e riscos potenciais de transmissão para mercados públicos.

A esse respeito, em 14/9, a SEC deu um novo passo no sentido de estabelecer condições para a atuação de participantes autorizados no que se refere a essas operações. Após período de consulta, foi aprovada regra voltada para *advisors* de fundos privados, que em linhas gerais, estabeleceu requerimentos de transparência adicionais para esses profissionais, tais como:

- Fornecer aos investidores declarações quadrimestrais sobre a performance do fundo, taxas e despesas
- Providenciar Auditoria anual para cada fundo
- Providenciar *fairness opinion* ou *valuation opinion* para transações de mercado secundário orientadas por advisor

Adicionalmente, a nova regra também traz restrições e/ou condicionantes para a atividade do *advisor* de fundos privados, que incluem:

- Vedação à participação em atividades e práticas consideradas contrárias ao interesse público ou à proteção ao investidor (como alocação de determinados custos ao fundo, conforme legislação

aplicável aos advisors), excetuadas as situações em que é dada transparência e/ou tem autorização do investidor,

- Proibição de tratamentos preferenciais (por exemplo, referentes a resgates) com efeitos materiais negativos em outros investidores ou outros tipos de tratamento preferencial, exceto quanto divulgados a investidores atuais e potenciais.
- Exigência de revisão anual documentada (por escrito) sobre políticas de compliance e procedimentos adotados (o que vale para todos os *advisors*, não somente de fundos privados).

Como resultado da consulta pública, a SEC permitiu que alguns dispositivos não tenham efeito retroativo (*grandfathering* ou *legacy status provision*) de forma a não afetar ou exigir renegociações de contratos firmados previamente a vigência da nova regra. Novos requerimentos de auditoria também poderão ser atendidos pela adesão a regras de custódia já vigentes, tendo sido afastada a proposta de novas regras de custódia específicas para esses *advisors*/fundos. De outro lado, a SEC reabriu o período de consulta da proposta que vai modificar regras de custódia em geral, de forma a abranger essa discussão na discussão mais ampla do assunto.

Em vista das diferentes formas que pode assumir nas diferentes jurisdições, a formulação de um diagnóstico sobre riscos e desafios das finanças privadas não incluiu o estabelecimento de padrões de regulação ou recomendações, mas o trabalho da IOSCO deverá ter continuidade com base nas experiências dos reguladores locais, como é o caso da SEC.

Direto da fonte:

[IOSCO - Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance – Final Report – September 2023.](#)

[SEC – “Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews” – Federal Register - September 14 2023.](#)

GIRO REGULATÓRIO | JUN A SET 2023

Publicações que foram destaque entre os reguladores ao redor do mundo

Mercado de Capitais

- [Regras relacionadas à securitização \(FCA\)](#) – O regulador de conduta britânico consulta (CP 23/2) sobre as regras que deveriam vigorar no mercado de securitização do Reino Unido, supervisionado em conjunto com a PRA (7/8/2023).
- [Declaração sobre aumento de Riscos relacionados às operações de empréstimo de valores mobiliários para investidores de varejo \(ESMA\)](#) – O regulador de mercados da União Europeia divulgou declaração reunindo os requerimentos aplicáveis a essas operações, inclusive no que se refere ao *accrual* das receitas das operações diretamente ao cliente e à necessidade de autorização expressa prévia (12/7/23).
- [Orientações para a definição de aconselhamento em ações de supervisão \(ESMA\)](#) – A ESMA revisou e atualizou o documento de perguntas e respostas amplamente utilizado por supervisores e intermediários na UE para alinhar entendimentos quanto à definição de aconselhamento em relação a novos modelos de negócio e ao uso de novas tecnologias (11/7/23).

Fundos de Investimento

- [Novas regras voltadas para advisors de Fundos Privados \(SEC\)](#) – A SEC americana consulta sobre novos requerimentos aplicáveis a advisors de investimento em Fundos Privados incluindo transparência quanto a taxas, despesas, termos contratuais e outras informações relacionadas a performance desses fundos, auditoria independente das respectivas demonstrações financeiras e consentimento para determinadas atividades, além de restrições a tratamento preferencial e a atividades desses profissionais caso não atendam condições dispostas (23/8/2023).
- [Revisão Temática sobre Reformas dos Money Market Funds: Sumário, Termo de Referência e Consulta Pública \(FSB\)](#) – O FSB solicita informações sobre características locais desses fundos, reformas adotadas recentemente e resultados e desafios associados às referidas reformas para mapeamento e avaliação das políticas adotadas no segmento considerando as diferentes estruturas de cada jurisdição (16/8/2023).
- [Money Market Fund Reforms \(SEC\)](#) – O regulador americano aprovou regras que intensificam os colchões de liquidez desses fundos em rápidos eventos de resgates e removem a possibilidade de uso de ferramentas de liquidez baseadas em quantidade (*gates*) em lugar de taxa de saída aplicável em casos de redução da proporção de ativos líquidos a determinados limiares, para a redução de riscos de corrida em momentos de *stress* (13/7/2023).
- [Revisão de Participantes quanto ao gerenciamento de liquidez \(FCA\)](#) – O regulador de conduta do Reino Unido elaborou nota e carta aos executivos sobre a revisão realizada junto a múltiplos gestores sobre políticas e práticas de gerenciamento de risco de liquidez adotadas na jurisdição (6/7/2023).
- [Orientações para o Uso de Ferramentas de Liquidez Anti-diluição por Fundos Abertos \(IOSCO\)](#) – A IOSCO consulta sobre orientações para uso de ferramentas anti-diluição, inclusive tipos de ferramentas, calibragem, utilização, governança e informações aos investidores (5/7/2023).
- [Tratamento de vulnerabilidades estruturais do descasamento de liquidez em Fundos Abertos - Revisão das Recomendações de 2017 \(FSB\)](#) – O FSB consulta sobre sugestões de ajustes nas suas Recomendações, com vistas a incorporar lições das crises ocorridas desde então, em especial quanto ao uso de ferramentas anti-diluição como parte da gestão de liquidez dos fundos que oferecem liquidez diária, assim como a implementação de medidas baseadas em quantidade em momentos de *stress* de mercado (5/7/2023).

Negociação de Instrumentos Financeiros

- [Consulta ao Mercado sobre d+1 \(ESMA\)](#) – a ESMA consulta sobre o potencial impacto no mercado da União Europeia de um encurtamento no ciclo de liquidação de operações no mercado de capitais para d+1
- [Proposta de instrumentos regulatórios de recursos e ferramentas para Resolução de Contraparte Centrais \(CCP\) \(FSB\)](#) – O FSB consulta sobre o conjunto de medidas que podem ser previstas para lidar com a Resolução de uma Contraparte Central (19/9/2023)
- [Empréstimos alavancados e Obrigações Alavancadas Colateralizadas \(IOSCO\)](#): O Relatório de Consulta da IOSCO aborda a evolução do mercado de CLO e operações com LL para tratar de políticas regulatórias aplicáveis (14/9/2023)
- [Análise Temática: Riscos Emergentes em Finanças privadas: Relatório Final](#) (IOSCO) – A IOSCO divulga diagnóstico sobre evolução recente e riscos representados pelo universo de operações representados pelas finanças privadas, com foco em *private equity* e crédito não-bancário representado por operações fora de mercado (14/9/2023).
- [As implicações de estabilidade financeira da alavancagem na intermediação financeira não-bancária \(FSB\)](#) – O Relatório do FSB mapeia as questões trazidas pelo uso de alavancagem em atividades do universo NBFI (6/9/2023)
- [Pedidos de extensão de tempo em um regime de liquidação em d+1 – Regulatory Notice 23-15 \(FINRA\)](#) - A FINRA orienta sobre solicitações de extensão de prazo nos períodos de transição para a liquidação em d+1 no mercado de securities dos EUA quando da implementação da regra (5/9/2023)
- [Fortalecendo a resiliência da intermediação financeira não-bancária – Relatório de Status \(FSB\)](#) – O FSB relata a evolução das medidas em diversas jurisdições voltadas para atender o receituário internacional sobre o assunto, bem como o trabalho da própria entidade na divulgação de recomendações (4/9/2023)
- [Nova regra para Advisors de Fundos Privados \(SEC\)](#) – O regulador americano aprovou regra com determinações quanto a procedimentos informacionais e condições para a atuação de *advisors* desses Fundos.
- [Requerimentos de margem para derivativos não liquidados em contraparte central \(PRA/BoE e FCA\)](#): por meio do *Consultation Paper* n. 13/23, os reguladores prudencial e de mercado do Reino Unido propõe a extensão de isenções de margens bilaterais para determinadas opções, até 4/1/2026, e uma abordagem de pré-aprovação para modelos de margem bilateral inicial (18/7/2023).
- [No-action letter temporária referente a requisitos informacionais aplicáveis a bancos que atuam como Swap Dealers \(CFTC\)](#) – o regulador de futuros dos EUA postergou até outubro de 2025 a vigência de requisitos informacionais para Swap Dealers sujeitos a requerimentos de capital (11/7/2023).

Sustentabilidade

- [Relatório Final sobre Mercados de Carbono Formais \(IOSCO\)](#) – Traz conceitos, características e 12 Recomendações para reguladores tratarem *Compliance Carbon Markets* (17/7/2023).
- [Orientações sobre divulgação de informações sobre sustentabilidade em prospectos \(ESMA\)](#) – A ESMA fez uma declaração promovendo ação coordenada junto aos reguladores locais da UE para tratar a divulgação de informações sobre sustentabilidade em prospectos (11/7/2023).
- [ISSB divulga padrões inaugurais para divulgação de informações por empresas \(ISSB\)](#) – A instituição criada para formular padrões globais de divulgação de informações sobre sustentabilidade por emissores divulgou os primeiros documentos nessa direção (26/6/2023)

Ativos Digitais

- [Regras complementares para criptoativos \(ESMA\)](#) – A ESMA divulgou o segundo pacote de consultas com as regras que complementam a MiCA (5/10/2023).
- [Recomendações para Finanças Descentralizadas \(DeFi\): Relatório de Consulta \(IOSCO\)](#) – A IOSCO coloca em consulta um conjunto de 9 recomendações para que reguladores estejam aptos a analisar riscos trazidos pelo ecossistema DeFi (7/9/2023)
- [Políticas para Criptoativos - Relatório de Síntese \(IMF-FSB\)](#) – O *paper* das entidades internacionais reúne referências recentes a respeito do tratamento de criptoativos (7/9/2023)
- [Recomendações gerais para a regulação, supervisão e monitoramento de atividades e mercados de criptoativos \(FSB\)](#) – O Relatório Final do FSB traz recomendações que pretendem promover entendimentos e maior consistência internacional em torno da abordagem regulatória e de supervisão para atividades e mercados relacionados a criptoativos, incluindo emissores e prestadores de serviços (17/7/2023).
- [Recomendações gerais para a regulação, supervisão e monitoramento de arranjos de stablecoins globais \(FSB\)](#) – O Relatório Final traz recomendações que visam promover regulação e supervisão efetivas e consistentes dos arranjos de stablecoins globais (GSC) transfronteiriços de forma a tratar potenciais riscos sistêmicos, tanto em nível doméstico quanto internacional, sem deixar de promover a inovação e flexibilidade suficiente para a implementação de abordagens locais (17/7/2023).
- [Regras complementares para criptoativos \(ESMA\)](#) – A ESMA divulgou o primeiro pacote de consultas com as regras que complementam a MiCA (12/7/2023).
- [Regras para Marketing de Criptoativos \(FCA\)](#) – O regulador de conduta britânico estabeleceu condições para a promoção e marketing de criptoativos junto ao público desde que atendidas condições relacionadas à verificação, avaliação e requisitos informacionais e de transparência quanto a essa atividade (junho/2023)

Distribuição de Produtos de Investimento

- [Novas regras para neutralizar efeitos de conflitos de interesse associados ao uso de análise de dados preditiva por intermediários e advisors \(SEC\)](#) – O regulador de mercado americano consulta sobre novas regras voltadas para eliminar ou neutralizar efeitos de determinados conflitos de interesse associados a interações de intermediários e *advisors* com clientes que utilizem tecnologias capazes de otimizar, guiar, projetar ou orientar sobre comportamentos ou resultados relacionados a investimentos e determinam requerimentos referentes ao registro de informações sobre os referidos conflitos (de 9/8/23).
- [Promoção de produtos e serviços financeiros em mídias sociais \(FCA\)](#) – o regulador de conduta britânico consulta sobre orientações voltadas para a promoção de produtos e serviços financeiros em mídias sociais (17/7/2023)
- [Proteção do Consumidor relativamente aos intermediários financeiros \(SEC\)](#) – O regulador americano consulta sobre ajustes nas regras que regem a proteção aos consumidores de serviços de broker Dealers (12/7/2023).

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

AROLDO MEDEIROS, CARLOS CONSTANTINI, CARLOS TAKAHASHI, JOSÉ EDUARDO LALONI, LUIZ SORGE, PEDRO RUDGE, ROBERTO PARIS E SERGIO CUTOLO

DIRETORES

ADRIANO KOELLE, EDUARDO AZEVEDO, FERNANDA CAMARGO, FERNANDO RABELLO, FERNANDO MIRANDA, FERNANDO VALLADA, GIULIANO DE MARCHI, GUSTAVO PIRES, LYWAL SALLES FILHO, RAFAEL MORAIS, ROBERTO PAOLINO, RODRIGO AZEVEDO E TEODORO LIMA

COMITÊ EXECUTIVO

ZECA DOHERTY, FRANCISCO VIDINHA, GUILHERME BENADERET, LINA YAJIMA, MARCELO BILLI, TATIANA ITIKAWA, 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