

IOSCO - Princípios para Distribuição de Produtos Financeiros Complexos¹

Luiz Cláudio Caffagni^a

^a Call Desenvolvimento

RESUMO

A diminuição recorrente das taxas de juros da economia brasileira tem gerado certa apreensão nos investidores quanto à decisão de alocação de seus investimentos, que a bem pouco tempo eram remunerados com elevadas taxas de juros em produtos de renda fixa de baixo risco.

A mudança de cenário tem deslocado parte daqueles investidores para produtos com maior risco/retorno, numa tentativa de auferir ganhos variáveis ou muito acima da taxa do CDI ou da SELIC. É nesse contexto que pode crescer no Brasil a oferta de produtos estruturados complexos! Com base em relatório publicado em setembro de 2019 pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO (principal fórum internacional de reguladores dos mercados de valores mobiliários) estruturei o presente artigo que aborda as principais regras regulatórias que os intermediários de produtos financeiros (complexos) devem observar, para garantir proteção do cliente e integridade do mercado, bem como analisa o posicionamento do Brasil em relação as outras jurisdições pesquisadas.

PALAVRAS-CHAVE

Taxas de juros.
Risco financeiro.
Produtos financeiros.
IOSCO.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

A obrigação dos intermediários financeiros observarem a adequação de produtos ao perfil de seus clientes, sobretudo no atual cenário de queda da taxa de juros e possível elevação da procura por estruturas complexas com maior risco/retorno, suscita curiosidade sobre o posicionamento regulatório do Brasil, e de outros importantes centros financeiros, no sentido de estimular o intermediário o comportamento ético e em linha com os interesses do cliente.

Copyright © 2019 NECCT. Todos os direitos reservados

Endereço para correspondência:

E-mail: lcaffag@gmail.com (Caffagni, L. C.)

Endereço:

R. Passagem E2, UA 86 – Condomínio Capela do Barreiro – CEP: 13252-673 – Itatiba – SP - Brasil

Tel: (11) 9 9667 4555

¹ Informações do Artigo:

Artigo publicado pelo autor no [LinkedIn](#), em outubro de 2019.

1. INTRODUÇÃO

Em setembro de 2019, a IOSCO publicou relatório analítico de como as jurisdições-membro haviam implementado os 9 princípios de *suitability* na distribuição de produtos financeiros complexos publicados em 2013.

Foram convidados a responder o questionário, que deu origem ao relatório, todos os membros que possuem produtos complexos, entre os quais os reguladores dispostos na Figura 1.

Figura 1 – Reguladores que responderam o questionário da IOSCO

1. The Bahamas (Securities Commission of The Bahamas)	11. Italy (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)	21. Singapore (Monetary Authority of Singapore)
2. Belgium (Financial Services and Markets Authority)	12. Japan (Financial Services Agency)	22. South Africa (Financial Sector Conduct Authority)
3. Brazil (Comissão de Valores Mobiliários)	13. Korea, Republic of (Financial Supervisory Service)	23. Spain (Comisión Nacional del Mercado de Valores)
4. China (China Securities Regulatory Commission)	14. Morocco (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux)	25. Switzerland (Swiss Financial Market Supervisory Authority)
5. Dubai International Financial Centre (Dubai Financial Services Authority)	15. Ontario (Ontario Securities Commission)	24. Sweden (Finansinspektionen)
6. France (Autorité des marchés financiers)	16. Papua New Guinea (Securities Commission Papua New Guinea)	26. Turkey (Capital Markets Board)
7. Germany (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)	17. Poland (Financial Supervision Authority)	27. United Kingdom (Financial Conduct Authority)
8. Hong Kong (Securities and Futures Commission)	18. Portugal (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)	28. United States of America (Securities and Exchange Commission and Financial Industry Regulatory Authority)
9. Indonesia (Financial Services Authority)	19. Quebec (Autorité des marchés financiers)	
10. Ireland (Central Bank of Ireland)	20. Russia (Central Bank of Russia)	

Fonte: IOSCO

A Figura 2 apresenta um breve glossário com alguns termos utilizados neste artigo e que ajuda na compreensão dos conceitos tratados adiante.

Figura 2 – Glossário de alguns termos utilizados nesse artigo

- Distribuição abrange serviços de venda de produtos por intermediário, marketing, consultoria, aconselhamento, recomendação e gerenciamento de contas.
- Intermediários são empresas que gerenciam carteiras de clientes, executam ordens e negociam valores mobiliários, por exemplo corretores, *swap dealers*, bancos (em alguns países) etc.
- Produtos complexos são aqueles cujas características e riscos não são razoavelmente entendidos pelo cliente de varejo e que são de difícil precificação, como por exemplo: instrumentos estruturados, *credit-linked note (CLN)*, instrumentos híbridos (ex. *convertible bond*), *Equity-Linked Security (ELKS)*, *asset or mortgage-backed securities*, *credit default swaps*, *covered warrants* etc.
- Suitability significa adequação. São requisitos que o intermediário deve cumprir na distribuição de produtos com a finalidade de avaliar se o produto está adequado às necessidades financeiras do cliente, tais como conhecimento, experiência, objetivos de investimento, perfil de risco, capacidade de alocação de garantias etc. Para tanto o intermediário tem o dever de agir de maneira justa e profissional, tendo em vista o interesse do seu cliente.

Fonte: Elaborada pelo autor (2019)

2. DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS

Em 2013 a IOSCO publicou 9 princípios de *suitability* na distribuição de produtos financeiros complexos (*Leituras Recomendadas nº 1*), que deveriam ser observados pelos países membros através do sistema normativo das respectivas autoridades de regulação do mercado de valores mobiliários.

Os princípios tomaram por base consulta efetuada um ano antes, em fevereiro de 2012, cuja finalidade era, sob a luz da regulação existente nos países membros e das lições aprendidas dos desdobramentos regulatórios oriundos da crise financeira de 2008, discutir proteção do cliente e adequação do produto ao perfil do cliente.

Na verdade, o projeto teve início muito antes, em junho de 2009, quando a IOSCO aprovou a revisão do relacionamento entre intermediários e clientes na venda de produtos complexos, seguindo os princípios de integridade financeira dos mercados e de proteção dos clientes e mercados estabelecidos pelo G20 pós 2008.

A preocupação com esse tema deriva-se do período anterior à crise financeira de 2008, quando houve crescimento da complexidade de produtos associados a investimento de riscos não transparentes para os clientes. Posteriormente, questionou-se a responsabilidade dos intermediários em avaliar a adequação daqueles produtos aos seus clientes.

Como exemplo daquela época de perdas relevantes suportadas por clientes em diversos países, pode-se citar o *Lehman "mini bonds"*, produto derivativo de crédito estruturado disseminado mundialmente entre investidores de varejo (só em Hong Kong os produtos estruturados do *Lehman Brother* foram vendidos para mais 43 mil clientes por meio de bancos de varejo).

No Brasil, o reflexo da crise mundial pôde ser visto no mercado de moedas através da expressiva desvalorização do real, em setembro de 2008, cuja consequência atingiu fortemente diversas exportadoras brasileiras (há relatos de 200 a 300 companhias, sendo que as mais famosas foram Sadia, Aracruz, Vicunha e Votorantim), não devido ao arrefecimento da economia mundial e nem por estarem posicionadas em quaisquer derivativos de crédito estruturado, mas pelo posicionamento de maneira especulativa em estruturas (não tão complexas assim) de opções cambiais de balcão no mercado financeiro doméstico, conhecidas como “derivativos 2 x 1”.

Naquela época o problema foi tão grave que as principais instituições financeiras brasileiras viram a necessidade de visualizar de maneira consolidada a exposição em derivativos de seus clientes. Com isso, foi criada a CED ([Central de Exposição de Derivativos](#)) que disponibilizou seu sistema às instituições financeiras em julho de 2011. Participam da CED: Febraban, bancos, B3, ANBIMA, Bacen e CVM.

A criação da CED objetivou criar uma proteção ao sistema financeiro, uma vez que clientes com exposições elevadas em derivativos seriam identificados, o que diminuiria a probabilidade de elevação do risco do cliente e assim o aumento de um eventual risco sistêmico.

Os princípios de suitability da IOSCO vão em outra linha, de proteger o cliente por meio da adequação do produto complexo ao perfil do cliente e consequentemente a integridade do mercado.

Pode-se afirmar que são iniciativas complementares!

3. PRINCÍPIOS DE SUITABILITY DA IOSCO (2013)

1. Classificação do cliente

O intermediário deve adotar políticas e procedimentos para distinguir clientes de varejo de clientes profissionais, considerando os riscos e a complexidade dos produtos.

2. Deveres gerais do intermediário

Agir de maneira honesta, justa e profissional. Manter processos para gerir ou mitigar conflitos de interesse. Identificar onde existe potencial dano ao interesse do cliente e revelar, de maneira clara, o risco do produto.

3. Divulgação

Os clientes devem receber ou ter acesso ao material de divulgação para avaliar características, custos e riscos de produtos complexos. A comunicação sobre o produto complexo deve ser de maneira razoável, compreensiva e equilibrada, tomando-se o cuidado para que não se exagere nos benefícios (por exemplo mostrando altas taxas de retorno em cenários favoráveis, mas improváveis) e se subestime os riscos.

4. Proteção do cliente pela compra autônoma de produtos complexos

Quando um cliente compra um produto complexo de forma não solicitada ou um intermediário vende um produto complexo sem que tenha recomendado, o sistema regulatório deve fornecer meios adequados para proteger os clientes dos riscos relacionados ao produto.

5. *Suitability* nos serviços de consultoria do intermediário

Sempre que um intermediário recomendar ou aconselhar a compra de um produto complexo, deve garantir que a negociação em nome do cliente seja realizada de maneira consistente entre a estrutura proposta e o perfil de risco-retorno do cliente, além de considerar a experiência, o conhecimento, os objetivos de investimento, o apetite pelo risco e a capacidade de perda desse cliente.

6. Adequado nível de informações

Para recomendação, aconselhamento e negociação, o intermediário deve ter um nível suficiente de informação, tanto do cliente quanto dos produtos complexos, para avaliar a adequação do produto ao cliente.

7. *Compliance*

Os intermediários devem estabelecer uma área de *compliance* e desenvolver processos e políticas internas para garantir a conformidade às regras em relação aos procedimentos de *suitability*.

8. Incentivos financeiros para o intermediário x conflitos

Os intermediários devem garantir que as políticas de incentivo financeiro para distribuição de produtos afastem conflitos na prestação de serviços e que apenas produtos financeiros complexos adequados sejam recomendados aos clientes.

9. Eficácia do regulador

Os reguladores devem supervisionar intermediários de maneira contínua para ajudar a garantir a conformidade com a *suitability* na distribuição de produtos financeiros complexos. A autoridade deve, conforme o caso, tomar medidas coercivas, além de considerar o valor de tornar públicas as ações de execução.

4. CONSIDERAÇÕES SOBRE O RELATÓRIO DE 2019

O relatório de setembro de 2019 (ver *Leituras Recomendadas* [nº 10](#)) procurou entender como os princípios de *suitability* de 2013 estavam espelhados nos sistemas regulatórios das 27 jurisdições, uma vez que tais princípios se conectam diretamente com o principal objetivo da IOSCO, **proteção ao investidor**, e indiretamente com os demais objetivos, como garantia de mercados justos e eficientes e prevenção de riscos sistêmicos.

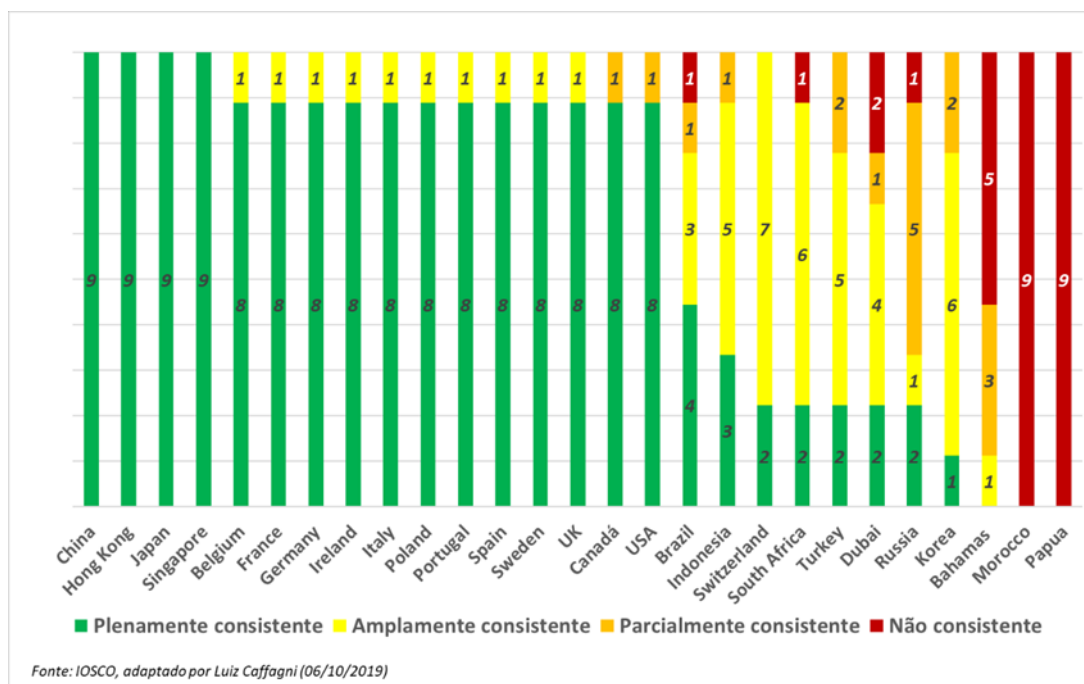
Para criar o relatório, a IOSCO levou em consideração os diferentes modelos regulatórios, canais de distribuição (incluindo *Fintechs*) e maturidades dos respectivos

mercados de valores mobiliários (jurisdições desenvolvidas, em crescimento e emergentes).

5. RESULTADOS DO RELATÓRIO DE 2019

O Gráfico 1 mostra o grau de aderência de cada jurisdição aos princípios de *suitability* de 2013.

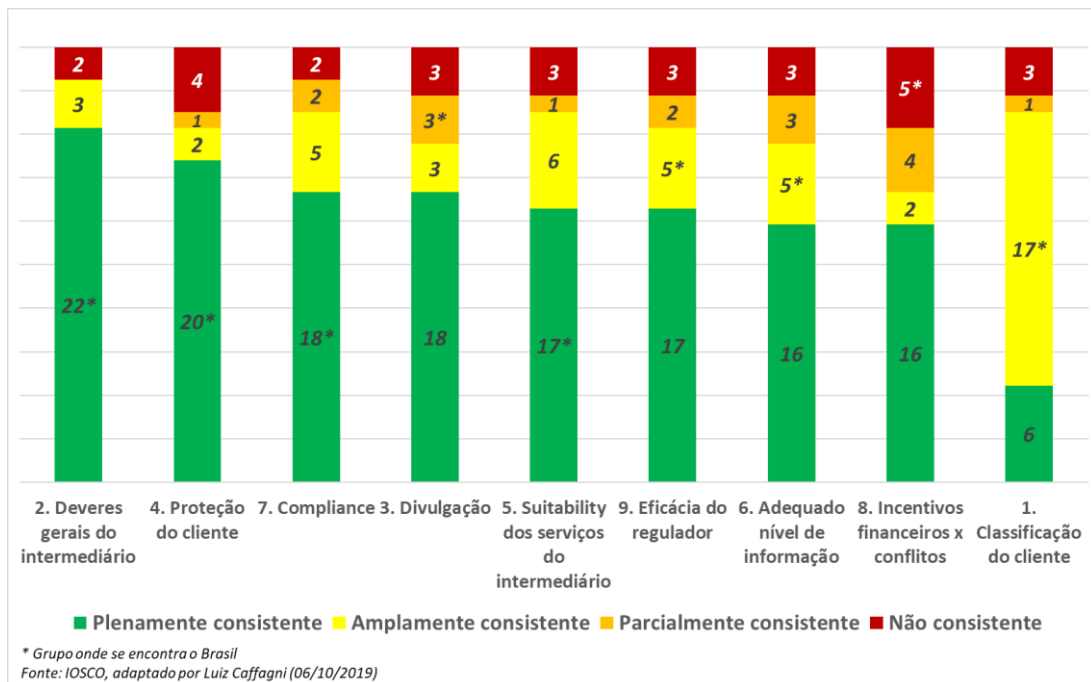
Gráfico 1 – Jurisdições com maior e menor aderência aos princípios



Nota-se que somente 4 países possuem sistema regulatório totalmente aderente aos princípios (China, Hong Kong, Japão e Singapura). Os membros da União Europeia, Canadá e EUA vêm logo em seguida com um elevado grau de consistência. Em seguida vêm um bloco intermediário encabeçado pelo Brasil. E por fim 3 países com sistemas regulatórios não consistentes.

O Gráfico 2 mostra quais dos princípios conquistaram mais e menos aderência das jurisdições.

Gráfico 2 – Princípios com maior e menor aderência das jurisdições



Veja que os princípios “(2) Deveres gerais do intermediário” e “(4) Proteção do cliente pela compra autônoma de produtos complexos” são os que têm maior número de países plenamente consistentes.

De uma certa maneira essa é uma boa notícia, pois mostra que a esmagadora maioria dos países atende aos requisitos de integridade do intermediário e de proteção do cliente.

Por outro lado, apenas 60% dos países possuem regras aderentes ao princípio (8) que trata do conflito entre a venda de produtos complexos e o incentivo financeiro oriundo dessa venda.

Na lanterna, com um baixo número de consistências plena, está o princípio “(1) Classificação do cliente”. Porém, olhando sob outra ótica, ao somar-se as classificações “plenamente e amplamente consistentes” (barras verde + amarela) verifica-se que 23 países estão nesse conjunto, o que não parece tão desastroso assim!

A Tabela 1 qualifica a aderência de cada princípio por jurisdição.

Tabela 1 – Qualificação de cada princípio por jurisdição

Jurisdições e seus Reguladores	PRINCÍPIOS			
	Plenamente consistente	Amplamente consistente	Parcialmente consistente	Não consistente
<i>Bahamas (Securities Commission of The Bahamas)</i>		2	1, 3 e 7	4, 5, 6, 8 e 9
<i>Belgium (Financial Services and Markets Authority)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Brazil (Comissão de Valores Mobiliários)</i>	2, 4, 5 e 7	1, 6 e 9	3	8
<i>China (China Securities Regulatory Commission)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9			
<i>Dubai International Financial Centre (Dubai Financial Services Authority)</i>	2 e 8	1, 5, 7 e 9	6	3 e 4
<i>France (Autorité des marchés financiers)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Germany (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Hong Kong (Securities and Futures Commission)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9			
<i>Indonesia (Financial Services Authority)</i>	3, 4 e 7	1, 2, 5, 6 e 9	8	
<i>Ireland (Central Bank of Ireland)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Italy (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Japan (Financial Services Agency)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9			
<i>Korea, Republic of (Financial Supervisory Service)</i>	4	1, 2, 3, 5, 7 e 8	6 e 9	
<i>Morocco (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux)</i>				1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9
<i>Ontario (Ontario Securities Commission) e Quebec (Autorité des Marchés Financiers)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 e 9		8	
<i>Papua New Guinea (Securities Commission Papua New Guinea)</i>				1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9
<i>Poland (Financial Supervision Authority)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Portugal (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Russia (Central Bank of Russia)</i>	2 e 3	1	4, 5, 6, 7 e 9	8
<i>Singapore (Monetary Authority of Singapore)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 e 9			
<i>South Africa (Financial Sector Conduct Authority)</i>	2 e 8	3, 4, 5, 6, 7 e 7		1
<i>Spain (Comisión Nacional del Mercado de Valores)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Sweden (Finansinspektionen)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>Switzerland (Swiss Financial Market Supervisory Authority)</i>	2 e 9	1, 3, 4, 5, 6, 7 e 8		
<i>Turkey (Capital Markets Board)</i>	2 e 4	1, 5, 6, 7 e 9	3 e 8	
<i>United Kingdom (Financial Conduct Authority)</i>	2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 9	1		
<i>United States of America (SEC and Financial Industry Regulatory Authority)</i>	1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 e 9		8	

Fonte: IOSCO 2019

A partir da tabela acima, a regulação brasileira **não foi consistente** ao princípio “(8) Incentivos financeiros para o intermediário x conflitos”. Esse princípio estabelece a necessidade de afastar o conflito entre incentivo financeiro dado ao operador e a venda de um produto complexo levando-se em conta apenas a necessidade e perfil do cliente.

As jurisdições “plenamente consistentes” possuem regras e princípios que tratam especificamente da remuneração dos intermediários, inclusive com negócios avaliados ou aprovados por superiores.

Várias dessas jurisdições possuem métricas de obrigações de *suitability*, de tratamentos das reclamações e conflitos e de *compliance* com os regulamentos.

Em Cingapura as comissões dos operadores são escalonadas para anos futuros para melhor atendimento do pós-venda do cliente.

Verifica-se, também na Tabela 1, que a regulação brasileira está “**parcialmente consistente**” em relação ao princípio “(3) Divulgação” que preconiza, em resumo, que os clientes devem ter acesso ao material de divulgação para avaliar características, custos e riscos de produtos complexos, sendo que a comunicação pelo intermediário deve ser compreensiva e equilibrada.

Segundo o relatório, o regulador da China exige que os intermediários mostrem produtos alternativos, por exemplo, de menor complexidade, menor custo etc.

Embora “parcialmente consistente”, a IOSCO apontou uma boa prática brasileira. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determina que os intermediários mantenham procedimentos internos de recomendação de produtos complexos para que se possa determinar seu risco em comparação com produtos tradicionais e em relação a dificuldade de determinação do seu valor.

Os princípios dos quais a regulação brasileira se posicionou como “**amplamente consistente**” são:

- (1) Classificação do cliente: distinção entre clientes de varejo e clientes profissionais.
- (6) Adequado nível de informações: regras capacitação e conhecimento dos intermediários.
- (9) Eficácia do regulador: poder da CVM sobre os intermediários.

Os princípios cujo sistema regulatório brasileiro está “**plenamente consistente**” são:

- (2) Deveres gerais do intermediário: exigência de altos padrões de comportamento do intermediário.
- (4) Proteção do cliente pela compra autônoma de produtos complexos: nessa situação o sistema regulatório estabelece regras de proteção do cliente.
- (5) *Suitability* nos serviços de consultoria do intermediário: existência de estrutura normativa de *suitability*.
- (7) *Compliance*: exigência de criação de área de *compliance* nos intermediários.

6. CONCLUSÃO

A variação na consistência da regulação em alguns princípios não compromete a qualidade do *suitability*, uma vez que a abrangência de cada princípio pode compensar deficiências isoladas.

O relatório mostrou a constante necessidade de desenvolvimento e aprimoramento da regulamentação, supervisão e controle relacionados à negociação de produtos complexos.

Deve-se sugerir a todos os agentes do mercado financeiro que aprimorem e intensifiquem os mecanismos de divulgação de produtos complexos e não complexos, para dotar todos os clientes de ferramentas para que possam discernir os produtos e as recomendações emanadas por intermediários.

Além disso, qualquer cliente deve ter acesso aos mais variados materiais de divulgação, didáticos e atualizados, que deveriam estar concentrados em um único repositório. Nesse sentido os excelentes sites do Bacen e da CVM agregam uma infinidade de informações do mercado e de produtos, ainda que faltem materiais sobre produtos complexos.

A análise identificou ainda que o crescimento dos chamados *robo-advisors*, serviços que utilizam algoritmos para recomendações de investimentos e administração de carteiras de valores mobiliários (Martins, 2019 - ver *Leituras Recomendadas* [nº 9](#)), gera um desafio adicional para garantir a adequação dos produtos complexos ao clientes por ele atendido.

REGULAÇÃO BRASILEIRA

A CVM possui regulação específica abrangente relativa à adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente - instrução 539 (ver *Leituras Recomendadas* [nº 2](#)).

Além dela, as seguintes instruções regulam profissionais que podem assessorar clientes:

- Instrução CVM nº 558/15, que trata da atividade de analista de valores mobiliários (ver *Leituras Recomendadas* [nº 5](#));
- Instrução CVM nº 592/17, que trata da atividade de consultoria de valores mobiliários (ver *Leituras Recomendadas* [nº 6](#));
- Instrução CVM nº 598/18, que trata do exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários (ver *Leituras Recomendadas* [nº 7](#)).

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) publicou em maio de 2019 o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento (ver *Leituras Recomendadas* [nº 8](#)), cujo objetivo é trazer orientações para a classificação do perfil do investidor e dos produtos de investimento.

LEITURAS RECOMENDADAS

1. IOSCO, janeiro/2013: [Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products.](#)
2. CVM, novembro/2013: [Instrução CVM nº 539 - Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.](#)
3. RADAR ANBIMA, 2013 – 5ª edição: [Relatório da IOSCO trata de requerimentos de suitability na distribuição de produtos complexos.](#)
4. RADAR ANBIMA, 2014 – 8ª edição: [IOSCO discute opções para regulação de produtos estruturados.](#)
5. CVM, março/2015: [Instrução CVM nº 558 - Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.](#)
6. CVM, novembro/2017: [Instrução CVM nº 592 - Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários.](#)
7. CVM, maio/2018: [Instrução CVM nº 598 - Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.](#)
8. ANBIMA, maio/2019: [Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento.](#)
9. MARTINS, C. S., setembro/2019: [Robo-advisors e os deveres fiduciários dos assessores de valores mobiliários no Brasil.](#)
10. IOSCO, setembro/2019: [Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products.](#)

Como citar este artigo

Caffagni, L. C. (2019). IOSCO - Princípios para Distribuição de Produtos Financeiros Complexos *Tax and Accounting Studies*, v.1: e49.