



Autorregulação do mercado de capitais brasileiro

15/10/2015

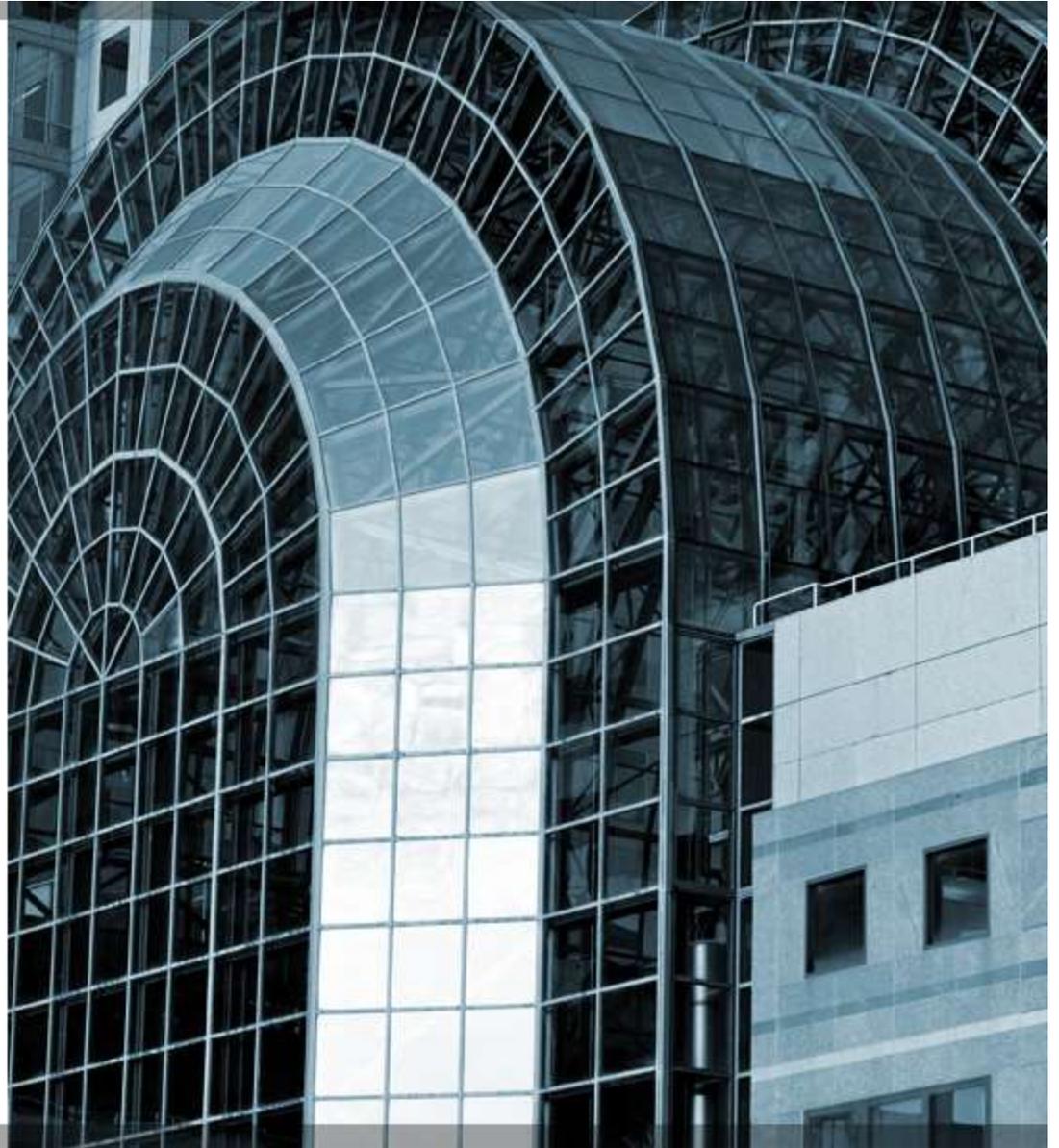
AGENDA

- A autorregulação possui papel importante no desenvolvimento dos mercados onde é utilizada, exercendo a função de equilibrar forças entre agentes e garantir a competição justa.
- A estrutura de autorregulação no Brasil possui falhas e lacunas normativas relevantes que permitem perda na eficiência e no propósito das entidades autorreguladoras, que serão apresentadas a seguir.

AGENDA

- 1) Introdução
- 2) Governança
- 3) Riscos e conflitos de interesses na Autorregulação
- 4) Processo administrativo de autorregulação
- 5) Desequilíbrio regulatório de forças
- 6) Solução Proposta

Introdução e Governança



INTRODUÇÃO

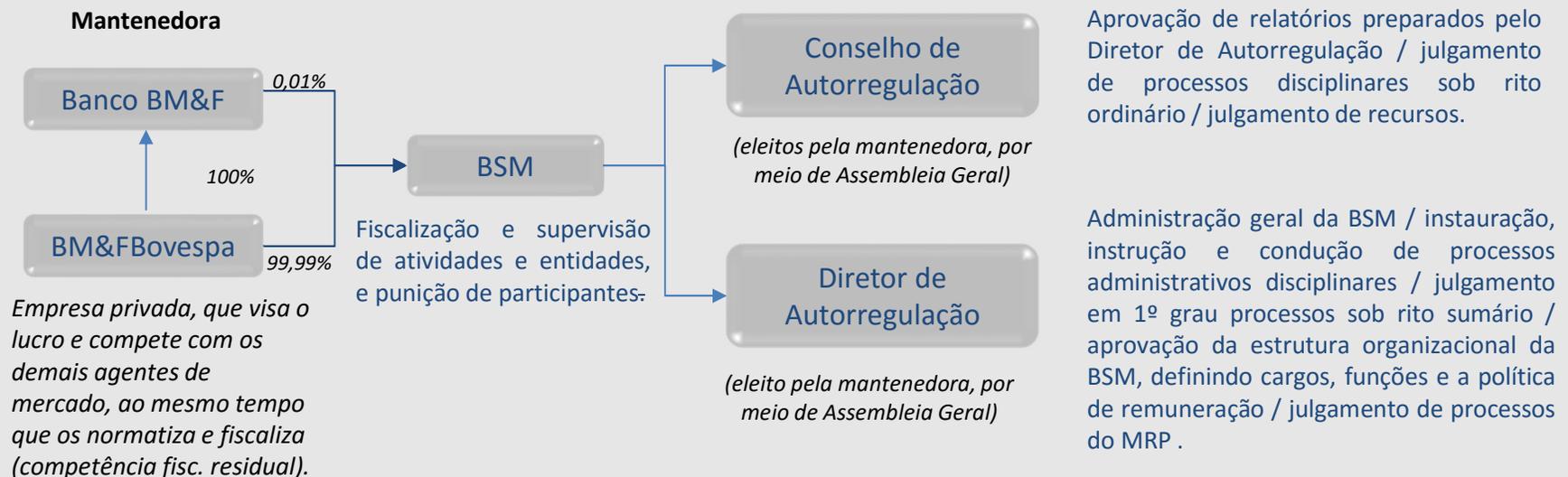
- No Brasil, com fundamento na Lei 6.385/76, determinadas funções de fiscalização, julgamento e punição dos participantes do mercado foram delegadas às bolsas. A ICVM 461/07, que regulamenta a referida lei, previu o exercício de tais funções por **entidade de autorregulação que deveria ser independente, sem estabelecer, contudo, meios efetivos para tanto. Como resultado, na prática, a autorreguladora é controlada funcional e financeiramente pela administradora de mercado (i.e., a própria bolsa).**
- A ICVM 461/07, que tem por fundamento a Lei 6.385/76, prevê que **as administradoras de mercado possuem competência normativa exclusiva sobre seus mercados, de forma que regulam, nesse âmbito, os diversos agentes ali atuantes:** participantes de negociação; agentes de custódia; membros de compensação; bancos liquidantes; câmaras de compensação e liquidação; *providers* de tecnologia, depositárias e outros.
- **Além da normatização, há competências fiscalizatórias e sancionatórias residuais**, mas relevantes: (i) funções do diretor-geral (e.g., excluir / cancelar negócios); (ii) recursos em processos ao Conselho de Administração da bolsa em determinadas matérias; (iii) fiscalização de cumprimento de regras de acesso e operação.
- Com isso, **há riscos concretos** de:
 - **conflito de interesses e perda de autonomia da autorregulação;**
 - **insegurança jurídica;** e
 - **confusão entre regulação e condições comerciais de acesso** (espaço para pressão da entidade administradora).

GOVERNANÇA

- Além de possuir a prerrogativa de normatizar seus mercados administrados, **o atual arcabouço regulatório normatizado pela IN CVM 461/07 permite à administradora**, possível ente privado que visa o lucro, **indicar todos os representantes do conselho de autorregulação, bem como o diretor de autorregulação*** e, conseqüentemente, toda sua estrutura operacional.
- **A título de exemplo, atualmente, as contas da BSM e do MRP, bem como sua diretoria, seu conselho e respectivas remunerações são totalmente aprovadas pelos mantenedores.**

* Note-se, contudo, a ICVM 461/07 exige que o Diretor de Autorregulação seja eleito dentre os membros independentes do Conselho de Autorregulação.

• Governança BSM (autorreguladora dos mercados de ações, futuros, derivativos e outros)



Riscos e Conflitos de Interesses

- Considerando os números apresentados abaixo, a autorreguladora parece ter maior capacidade operacional para realizar ações de fiscalização sobre os agentes de mercado do que o próprio regulador (o que seria louvável em uma estrutura sem conflitos de interesse).

Auditorias realizadas pela **BSM** em 2014

Tipo de Auditoria	Quantidade
Agentes Autônomos de investimento	832
MRP	107
Participantes de Negociação (corretoras e distribuidoras)	65
Outros*	50
Total	1054

- Participantes de DMA, pré-operacional, emissores e outras auditorias específicas

Fonte: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/home.asp>

Inspeções realizadas pela **CVM** em 2014

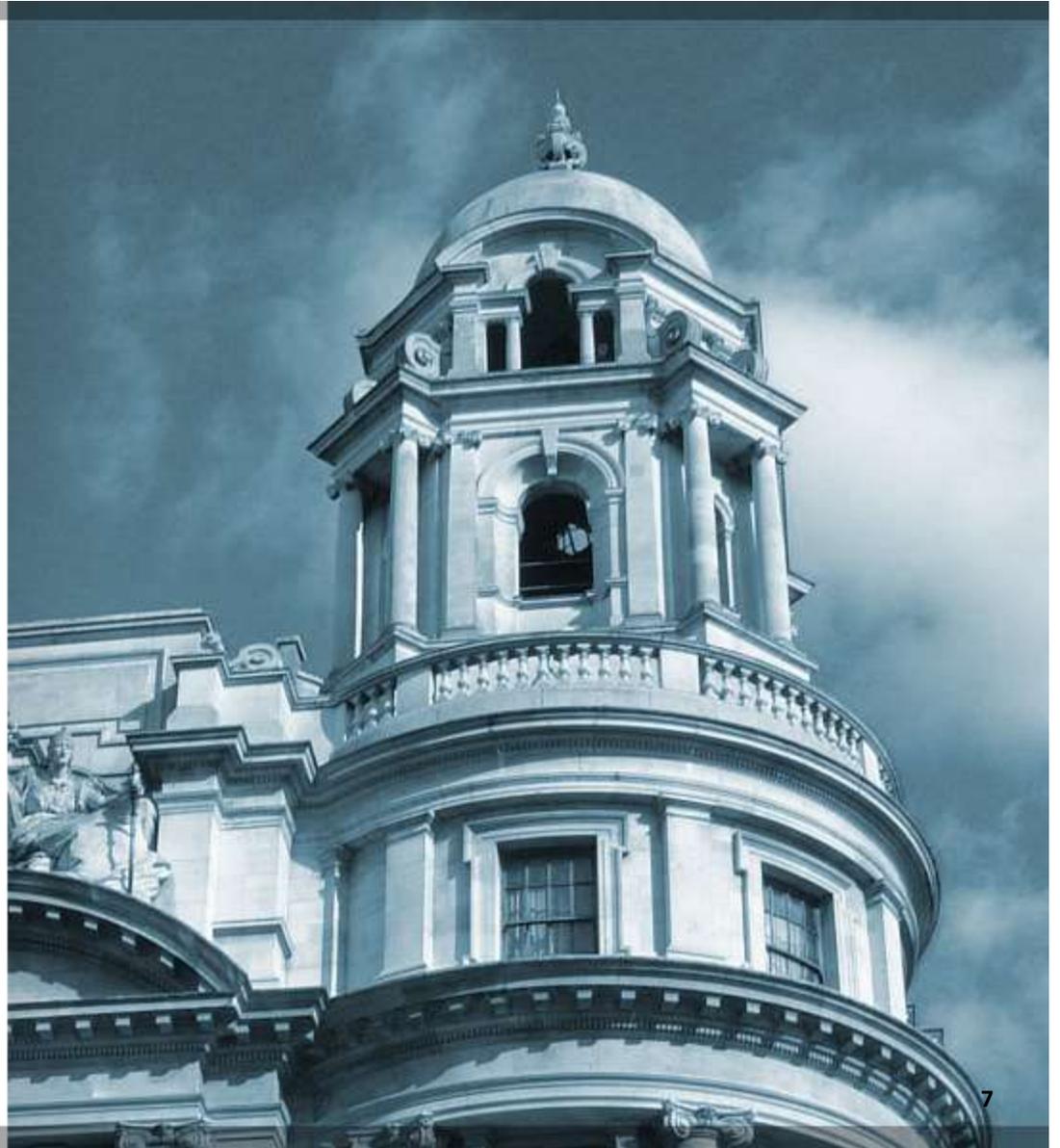
Tipo de Inspeção	Quantidade
Fundos de Investimento	118
Agentes Autônomos de Investimento	61
Administrador/gestor de carteira	33
Companhia aberta	24
Outros*	34
Total	270

- Corretoras, auditores independentes, distribuidoras, sociedades ligadas à emissoras

Fonte: <http://www.cvm.gov.br/>

- Considerando o poder de fiscalização e punição das administradoras de mercado (através da autorreguladora), e o potencial conflito de interesses em sua atuação, os participantes podem encontrar-se em posição de vulnerabilidade perante as bolsas. Um exemplo disso é a concentração de auditorias nos participantes e nenhuma no administradora de mercado, a qual compete também fiscalizar.
- **Existe o risco concreto de “terceirização” da função pública de regulador de toda uma indústria para um único ente privado que visa ao lucro.**

Processo
administrativo
no âmbito da
autorregulação
e desequilíbrio
de forças



PROCESSO ADMINISTRATIVO DE AUTORREGULAÇÃO

- **Lacunas quanto ao processo administrativo das autorreguladoras tornam a situação crítica, pois a Instrução CVM nº 461/07 não entra em detalhes quanto aos princípios gerais e requisitos mínimos aplicáveis aos processos administrativos das autorreguladoras.**
- **A Instrução prevê apenas que o Conselho de Autorregulação deve aprovar o regulamento** dos procedimentos a serem observados na instauração e tramitação dos processos e na negociação e celebração de termos de compromisso (art. 46, §1º), **bem como que os documentos devem ser aprovados pela CVM** (art. 117, IV).
- **Existem, portanto, riscos de inobservância do devido processo legal** e da geração de **ineficiências processuais**.
 - **Devido Processo Legal:** deve ser observado pelo processo administrativo da entidade autorreguladora (e.g., contraditório, ampla defesa e publicidade);
 - **Ineficiências Processuais:** (i) Tramitação de processos na autorregulação e na CVM e (ii) Reavaliação pela CVM.

PROCESSO ADMINISTRATIVO DE AUTORREGULAÇÃO

▪ Devido Processo Legal:

- **Perigosa confusão entre acusador e julgador:** não há previsão expressa de que o Diretor de Autorregulação, no papel de acusador, não pode participar das discussões do Conselho de Autorregulação, mesmo que essa não conte com a participação do acusado (e.g., análise de proposta de termo de compromisso; discussão de turma julgadora após defesa);
- **Ausência de Memoriais:** ausência de previsão de procedimento para apresentação de memoriais ao Conselho de Autorregulação;
- **Termos de compromisso:** ausência de previsibilidade e motivação quanto a critérios de oportunidade e conveniência da decisão do Conselho de Autorregulação quanto à aceitação de termos de compromisso;
- **Prazos:** ausência de prazos para a designação do relator e para apreciação dos recursos.
- **Suspeição ou impedimento:** não há a possibilidade expressa de alegação de suspeição ou impedimento do julgador por qualquer parte do processo.
- **Penalidade e dosimetria:** não há previsão clara de quais condutas dão ensejo a cada espécie de penalidade, com a devida dosimetria das penas. É importante o entendimento seguro e previsível, pelos participantes do mercado, sobre as características das condutas lícitas e ilícitas, e sobre as possibilidades e parâmetros de punição em relação às últimas.

PROCESSO ADMINISTRATIVO DE AUTORREGULAÇÃO

▪ **Devido Processo Legal (cont.):**

- **Procedimento Sumário:** não há previsão de requisitos mínimos para a regularidade da intimação do acusado no rito sumário.
- **Recurso:** também da decisão do Diretor de Autorregulação que indefere a prorrogação de prazo para apresentação de defesa.

▪ **Ineficiências Processuais :**

- Não há clareza normativa quanto as hipóteses de cumulação de processos sancionadores perante a CVM e as entidades ou departamentos de autorregulação, em especial em relação à produção de provas e aos efeitos da condenação.
- **Consolidação e respeito à jurisprudência do Conselho de Autorregulação:** entidade autorreguladora deve levar em consideração a legítima expectativa de qualquer acusado de que lhe seja oferecido tratamento equitativo em relação a acusados anteriores de condutas comparáveis, garantindo a todos tratamento sancionatório dotado de previsibilidade, impessoalidade, razoabilidade e proporcionalidade.
- **Ausência de possibilidade de tramitação do processo em meio eletrônico.**

- **Em suma, a Instrução CVM 461/07 permite a existência de:**
 - **Opacidade nos julgamentos:** falta de transparência nas informações disponibilizadas para as partes;
 - **Desorganização processual:** ausência de um padrão a ser seguido;
 - **Processos longos e improdutividade:** inexistência de prazos predeterminados, o que permite a acumulação dos processos, gerando uma estrutura ineficiente e custosa;
 - **Conflitos de interesses:** impossibilidade de alegação de suspeição ou impedimento do julgador por qualquer parte do processo;
 - **Penas inconsistentes:** imprevisibilidade da dosimetria das penas, permitindo penas diferentes para os mesmos atos ilícitos, resultando em um tratamento diferenciado dos réus;
 - **Burocracia:** tramitação apenas de processos físicos.

DESEQUILÍBRIO REGULATÓRIO DE FORÇAS

- **Apesar** de contribuírem financeiramente para a manutenção da estrutura de autorregulação e terem **papel central na estrutura do mercado de bolsas, os intermediários não possuem canal para realizar reclamações junto à autorreguladora** quanto às atividades desempenhadas pelas bolsas.
- **O resultado da estrutura atual é uma enorme assimetria entre a posição dos diversos agentes de mercado em relação às bolsas**, restando como única alternativa recorrer aos reguladores ou ao judiciário, cuja resposta é limitada ou potencialmente demorada, enquanto as forças da administradora de mercado são imediatas.

• Desequilíbrio de forças

Administradoras de Mercado:

- Definem normas;
- Determinam preços;
- Oferecem acesso direto a investidores;
- Fiscalizam participantes*;
- Determinam multas e punições*;
- Concedem e retiram selos de qualidade*.

*através da entidade autorreguladora

Demais agentes de mercado:

- Têm seu papel de intermediário reduzido por oferta de produtos diretamente pela bolsa;
- Financiam a manutenção da estrutura de autorregulação;
- Não possuem canal para reclamações nem representatividade junto à autorreguladora;
- São normatizados pelas bolsas;
- São fiscalizados e multados pelas autorreguladoras;
- Estão sujeitos a disposições regulatórias que têm por efeito prático restringir a sua transformação em bolsa (art. 34 da ICVM nº 461/07).



Proposta



ESTRUTURA PROPOSTA

Nossa proposta é que a lei 6.385/76 seja revisada de forma que a estrutura de autorregulação seja de fato independente, e que tenha em seus conselhos **representantes dos diversos participantes de mercado**, garantindo uma governança que reduza os conflitos de interesses em relação aos mantenedores.

Nesse contexto sugerimos também que a lei **assegure que a normatização, em geral, do mercado seja feita pela própria entidade autorreguladora** e não pelas bolsas, a fim de garantir que não haja conflito de interesses também na construção dessas normas.

Acreditamos também ser **fundamental que o processo de julgamento dentro das entidades autorreguladoras cumpra as melhores práticas.**





CONTATO

Luis Fernando Camilotto

Americas Clearing System

Telephone:(21) 2197 5331

E-mail: lcamilotto@acsclearing.com