

**Autorregulação do Mercado
de Capitais Brasileiro**
(Outubro/2015)



ATS
BRASIL

AGENDA

- Na visão da NYSE e da ATS Brasil, o Brasil tem um problema sério de concentração e crescimento no seu mercado de capitais.
- Nesse contexto a indústria de intermediários e corretores sofre dano contínuo devido à estrutura atual, sendo vital rediscutir a autorregulação.

AGENDA

- 1) Autorregulação no Brasil
- 2) Evidências do Conflito de Interesses na Estrutura de Autorregulação no País
- 3) Paralelos Internacionais
- 4) Proposta NYSE / ATS Brasil

1) AUTORREGULAÇÃO NO BRASIL (NORMAS E PRÁTICA)

Instrução 461/07

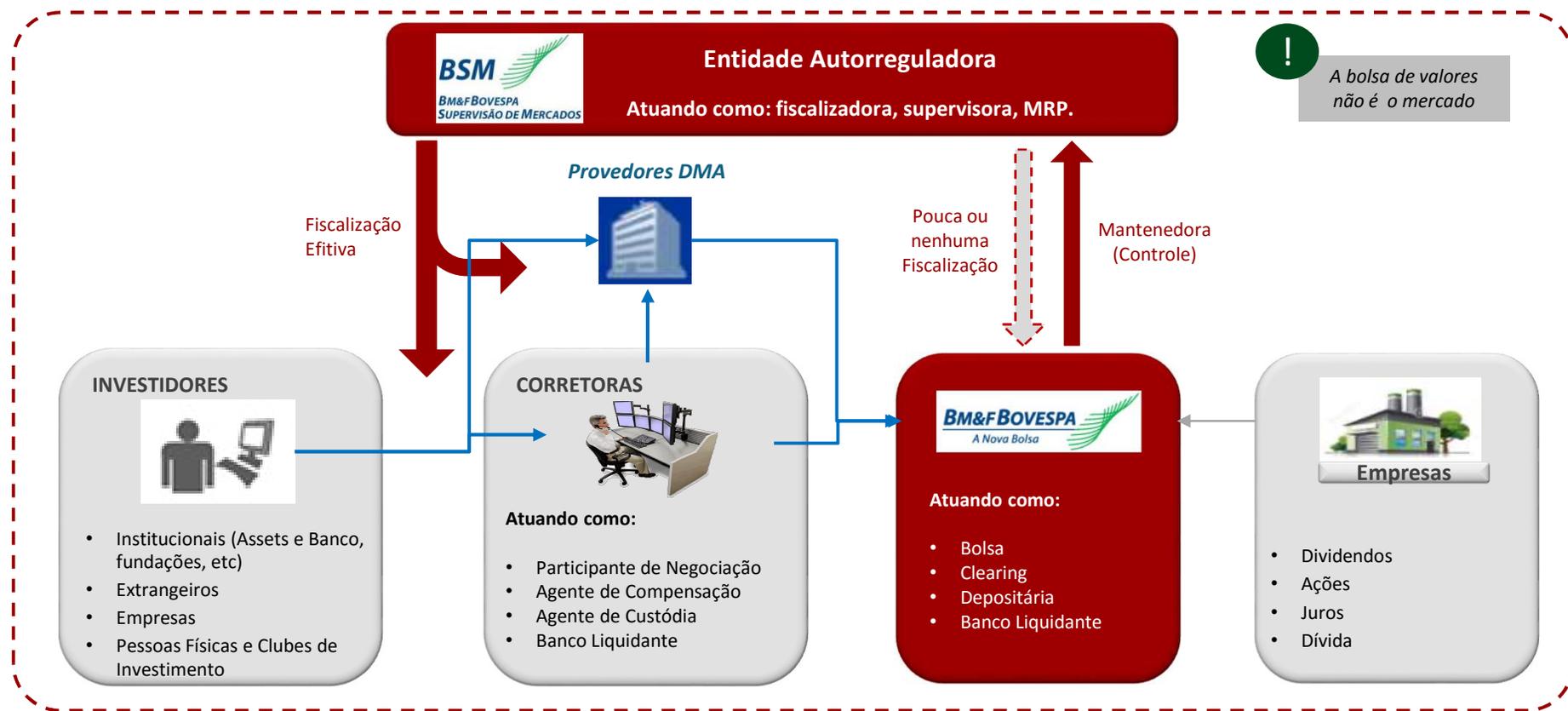
- A **Instrução CVM nº 461/07** (que tem por base a **lei nº 6.385/76**) determina que a autorregulação:
 - i. **é obrigatória para cada entidade administradora;**
 - ii. **pressupõe autonomia financeira e operacional;**
 - iii. **engloba a imposição de penalidades;**
 - iv. **não engloba poderes normativos** – que são responsabilidade das entidades administradoras; e
 - v. **engloba a fiscalização e supervisão das operações e das pessoas autorizadas a operar**, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora, inclusive em relação à fiscalização do cumprimento das obrigações dos emissores;

Na prática

- **Na prática a autorreguladora não necessariamente possui autonomia financeira e operacional**, tampouco representatividade de mercado, tendo em vista a possibilidade de que a própria entidade administradora seja sua controladora. Atualmente, a entidade administradora, que é associada mantenedora da autorreguladora :
 - i. como tal, **exerce controle em assembleia geral** (e.g., orçamento, eleição de conselho de supervisão);
 - ii. **tem acesso a informações sensíveis** de clientes e potenciais concorrentes (como corretoras e providers); e
 - iii. **regula os demais agentes de mercado** (corretoras) através de programas como o PQO (Programa de Qualificação Operacional), que podem ser utilizados como mecanismos de pressão pela administradora de mercado, aplicação de multas e outros.

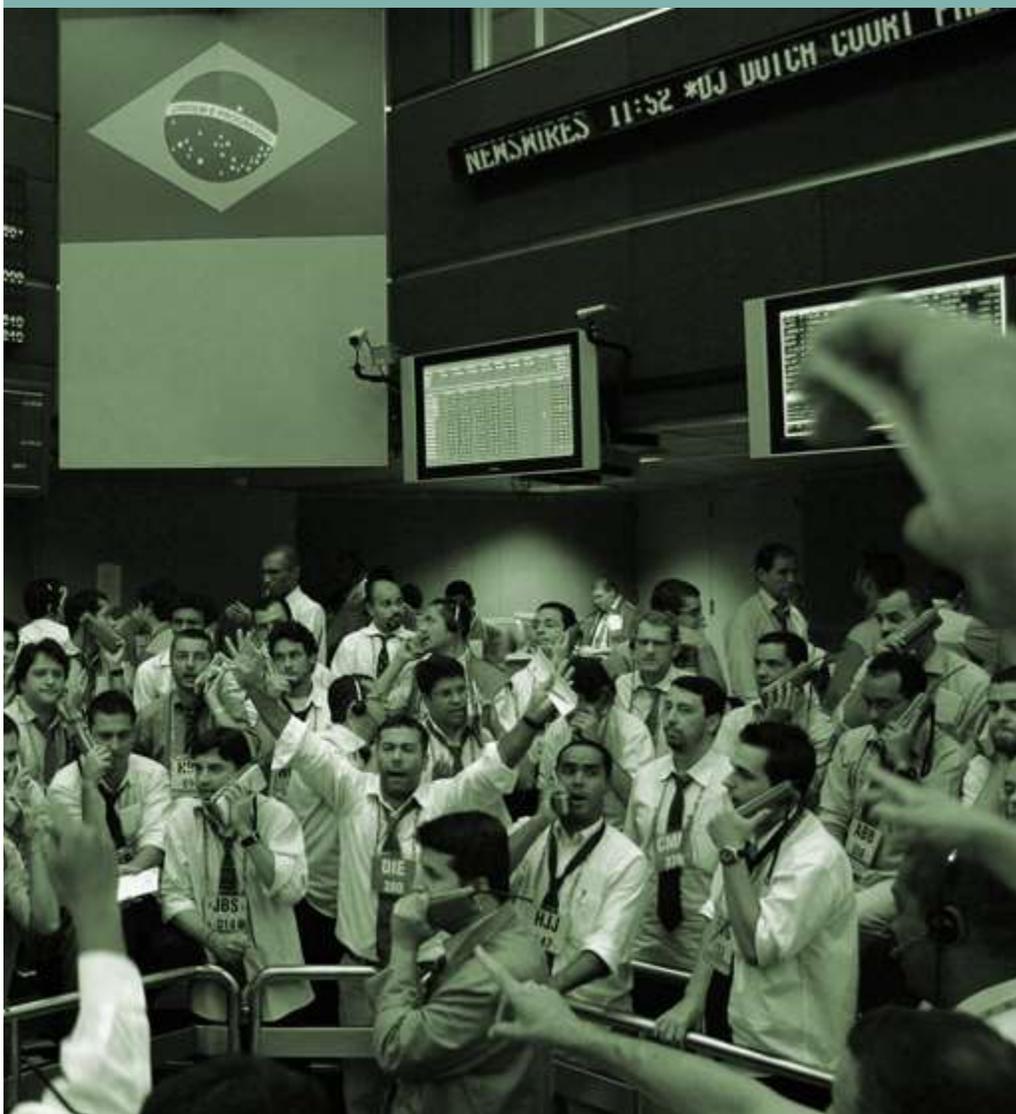
1) AUTORREGULAÇÃO NO BRASIL (IN CVM 461 NA PRÁTICA)

- Nessa estrutura há evidente **conflito de interesses** entre a bolsa e os demais agentes de mercado, pois ao mesmo tempo que compete com esses agentes, a bolsa **normatiza e**, através de sua entidade de autorregulação, **fiscaliza e pune tais agentes**.
- Como resultado, a **normatização é imposta sem a participação do mercado**, permitindo à **autorreguladora atuar apenas sobre as corretoras**, mantendo o **ambiente de bolsa fora do âmbito da sua fiscalização**.



→ Estrutura tecnológica de roteamento, execução e liquidação.

--- Abrangência de atuação da entidade Autorreguladora



2) Evidências do conflito de interesses na estrutura de autorregulação no Brasil

2) EVIDÊNCIAS DO CONFLITO DE INTERESSES: (i) O Novo Mercado

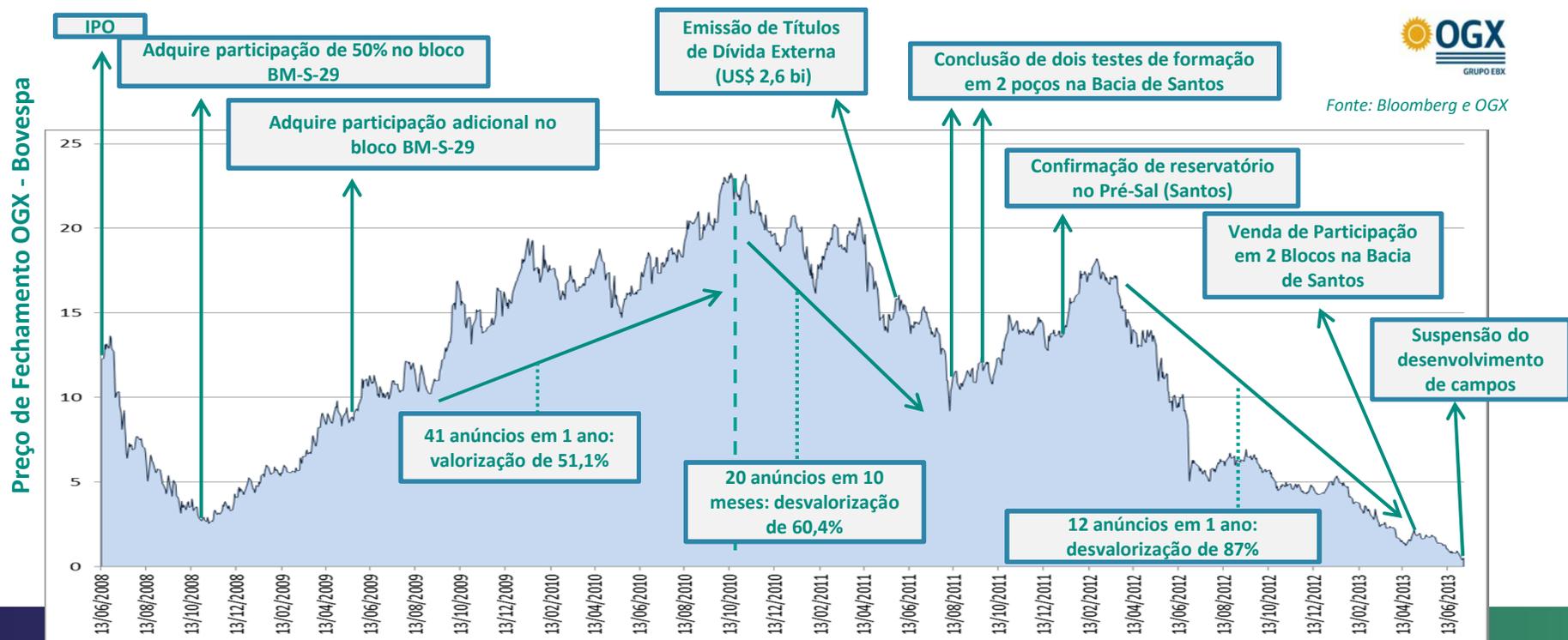
1. As bolsas possuem competência normativa para aprovar regras sobre organização e funcionamento dos mercados por elas administrados, incluindo a possibilidade de criação de segmentos especiais de negociação.
2. **Sem a participação do mercado para criticar e contribuir na construção de normas, permitiu-se uma estrutura onde a governança do Novo Mercado, que pretende proteger minoritários, não considera a opinião dos próprios minoritários.**
3. Os atuais padrões mínimos de governança exigidos pela autorreguladora no novo mercado deixam margem para :

- i. **Risco de descompasso com melhores práticas e novas demandas** (e.g., aumento de *free float* mínimo; OPA por aumento de participação; limitações à saída etc.); e
- ii. **Falta de transparência** / jurisprudência da Câmara do Novo Mercado.
- iii. **saída de empresas do Novo Mercado** apesar do interesse contrário dos acionistas minoritários

EVIDÊNCIA DO CONFLITO: caso DASA - Em junho de 2015, por decisão apenas do sócio controlador, a empresa defendeu à CVM sua decisão de **sair do Novo Mercado da Bovespa**. Com a saída desse segmento especial a empresa deixa de estar obrigada a garantir aos acionistas minoritários determinados direitos relacionados à governança corporativa. **Movimento evidencia falha nas regras do novo mercado, permitindo que um controlador retire unilateralmente proteções aos acionistas minoritários.**

2) EVIDÊNCIAS DO CONFLITO DE INTERESSES: (ii) O caso OGX

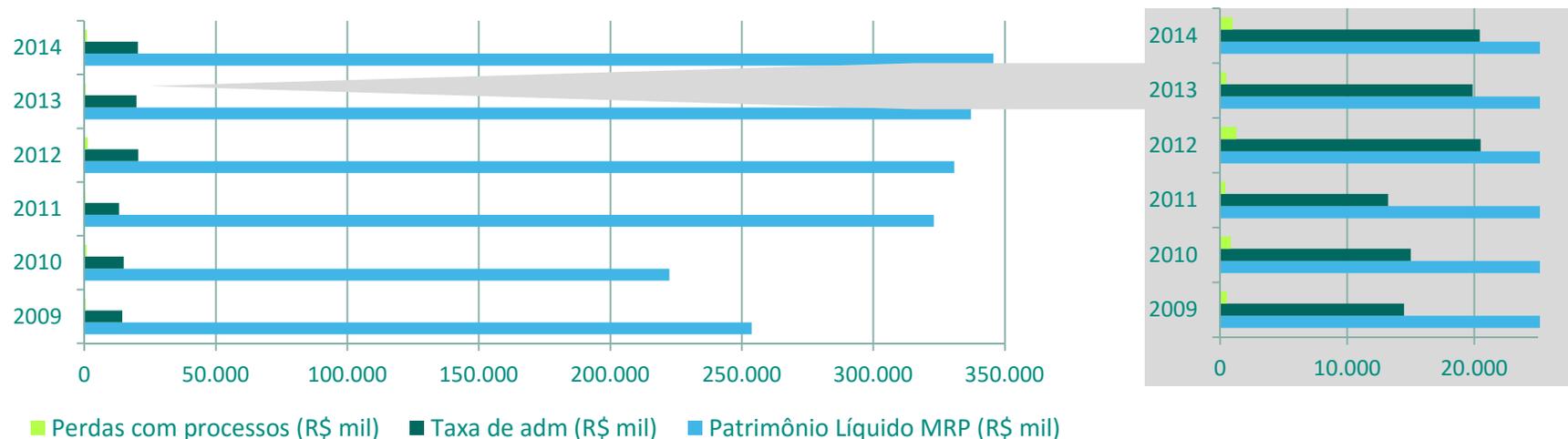
- A entidade administradora (bolsa) é responsável por **intervir em negociações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares**. No entanto, pode haver conflito de interesses da bolsa, quando tais negociações suspeitas referem-se **a ações de emissores que geram parcela relevante das suas receitas**. Tal conflito poderia, inclusive, influenciar a entidade de autorregulação no julgamento e punição de tais condutas.
- **EVIDÊNCIA DO CONFLITO:** ações ajuizadas na justiça e na CVM alegam que ao longo dos anos de 2012 e 2013, **o ex-controlador da OGX, Eike Baptista, vendeu sucessivamente grandes volumes de ações** de sua companhia em **datas anteriores a importantes anúncios** que fizeram os **preços do papel despencarem**. Negociações com esse papel geraram receitas da ordem de R\$ 30 MM/ano para a administradora de mercado em 2012/13.



2) EVIDÊNCIAS DO CONFLITO DE INTERESSES: (iii) MRP

- O conflito presente no atual arcabouço regulatório, onde **a administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) é realizado pela autorreguladora, que por sua vez é controlada pela administradora de mercado**, permitiu a criação de uma estrutura onde **quem financia a autorregulação são as corretoras, apesar do controle** sobre as indicações e montagem da estrutura operacional ficam **a cargo da administradora**.
- **EVIDÊNCIA DO CONFLITO:** com **patrimônio integralmente constituído pelas corretoras de R\$ 345 milhões**, o MRP destinou desde 2009 **menos de R\$ 1 milhão/ano para o ressarcimento de prejuízos de investidores (seu propósito original)**, enquanto as despesas com **taxa de administração pagas a autorreguladora somaram mais de R\$ 100 milhões no mesmo período**.

• Patrimônio e despesas do MRP (em R\$ mil, de 2009 a 2014)



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

2) EVIDÊNCIAS DO CONFLITO DE INTERESSES: (iv) BSM

- Apesar da entidade autorreguladora ter como função fiscalizar todo o mercado, há conflito quanto a sua efetiva independência.
- **EVIDÊNCIA DO CONFLITO:** apesar de realizar **mais de mil auditorias em 2014, nenhuma foi realizada no na própria estrutura da bolsa***, sendo que, com base na ICVM 461/07, compete à BSM fiscalizar, não só os participantes, mas também as atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora (bolsa).

Tipo de Auditoria	Quantidade
Pré-Operacional	13
Operacional – Participantes de Negociação (corretoras e distribuidoras)	65
Operacional – Agentes Autônomos de investimento	832
Operacional – Participantes de Registro	2
Indireta (por indicadores)	(a)
DMA (Acesso Direto ao Mercado)	22
Emissores	(b)
MRP	107
Outras (auditorias específicas)	13

- a. Auditoria realizada em 100% dos participantes, pessoas vinculadas ou operações, conforme o item a ser avaliado.
- b. Auditoria realizada anualmente para verificar se a função de autorregulação de emissores está sendo realizada de maneira efetiva pela Diretoria de Regulação de Emissores da BM&FBOVESPA.

* auditoria referente ao acompanhamento, pela BM&FBOVESPA, das obrigações dos Emissores (item (b), da tabela, acima).

2) IMPACTOS DA ESTRUTURA ATUAL

- i. **Corretoras**: potencial receio de fiscalização e punição pela administradora de mercado, que tem acesso a informações comerciais sensíveis, e a possibilidade de imposição unilateral de condições comerciais e aumento de custos; diminuindo sua margem (**caso auditorias da BSM e MRP**).
- ii. **Mercado**: conflito de interesses na autorregulação potencialmente diminui eficácia fiscalizatória e aumenta o risco de operações irregulares (**caso OGX**).
- iii. **Qualidade da autorregulação**: decisão unilateral de investimento na autorreguladora, bem como determinação das normas, pela entidade administradora, sem participação ampla do mercado, com apenas um tomador de decisão privado, que visa o lucro, pode resultar em menores investimentos e impacto negativo na qualidade da regulação e das regras aplicáveis (**caso DASA**).
- iv. **Investidores**: fiscalização potencialmente falha no ambiente da administradora de mercado pode resultar em menor eficiência, maiores custos e baixa transparência quanto à qualidade dos serviços prestados.



3) Paralelos Internacionais

4) Solução proposta

3) PARALELOS INTERNACIONAIS

- Em 2005, a **Securities and Exchange Commission (“SEC”)** em conjunto com os principais agentes do mercado americano, buscou soluções para superar os desafios que surgiram frente ao ambiente regulatório, como **mudanças estruturais dos mercados, desmutualização das bolsas e consequentes conflitos entre atividades regulatórias e comerciais.**

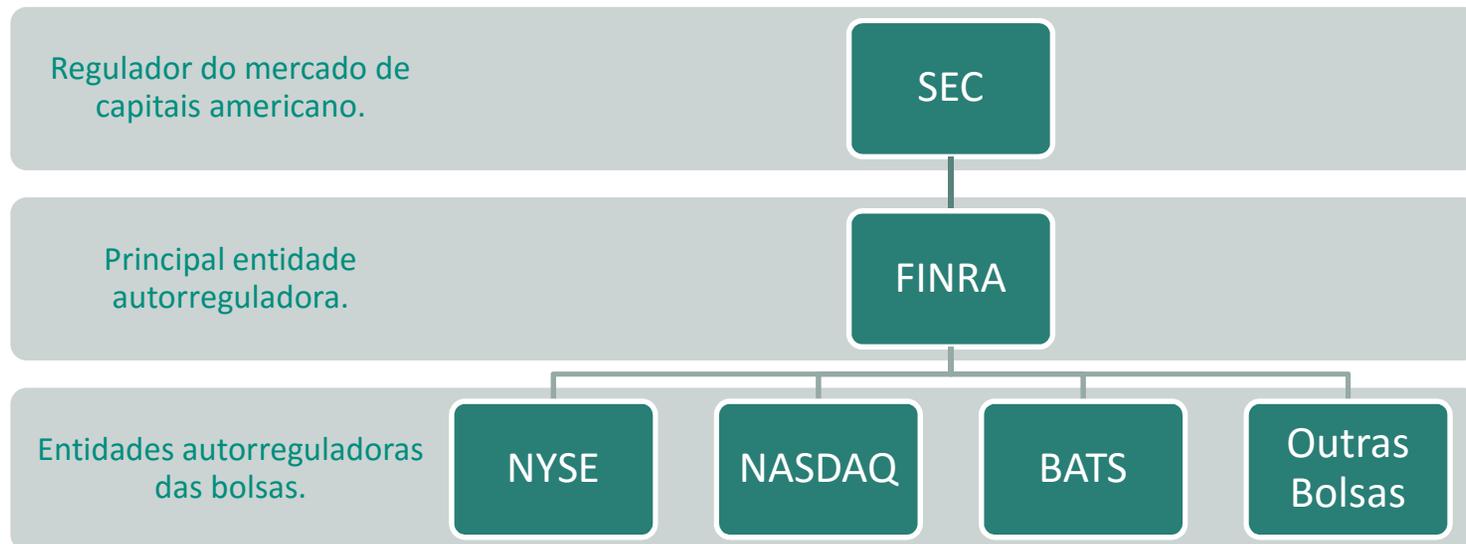


- Dentre as alternativas discutidas, o modelo de autorregulação com uma **única entidade privada independente de autorregulção** obteve grande adesão entre os mais importantes membros do mercado.
- Como resultado de longa evolução na estrutura de autorregulação americana, em 2007 foi criada a **FINRA (“Financial Industry Regulatory Authority”)**, entidade privada independente, que exerce o papel de **autoridade autorreguladora** no mercado local.

Essa estrutura criada vem sendo amplamente reconhecida ao redor do mundo como uma estrutura eficiente e bem sucedida.

3) PARALELOS INTERNACIONAIS

- A FINRA é constituída na forma de uma **associação sem fins lucrativos entre corretoras**.
- A instituição possui conselho de administração formado por 22 membros, sendo dez representantes da indústria de corretagem e onze representantes do público (investidores), além do diretor presidente.
- **A composição do conselho de administração permite que o órgão leve em consideração as necessidades do conjunto de pessoas e instituições afetadas pelas atividades da FINRA, como grandes e pequenos investidores, emissores e instituições que lidam com valores mobiliários.**



4) SOLUÇÃO PROPOSTA

A ATS Brasil apoia a adoção do modelo sugerido pela bolsa de Nova Iorque (“NYSE”) seguindo conceito semelhante ao da FINRA, qual seja, a constituição de uma entidade única de autorregulação, que seja de fato independente, sob a responsabilidade da CVM e com ampla representatividade do mercado (emissores, intermediários, investidores, agentes de infraestrutura de mercado e outros).

A autorregulação se tornará mais próxima da realidade e complexidade dos mercados, ativos e participantes, e mais eficiente na identificação de riscos à integridade e no combate geral e indistinto a práticas irregulares e conflitos de interesses.

Acreditamos também que o fundo do MRP deve ser transferido para esta entidade única, **reduzindo custos para investidores e participantes;**



4) SOLUÇÃO PROPOSTA

- **A estrutura atual de autorregulação está fundamentada na lei 6.385/76**, que estabelece simplesmente que as bolsas e entidades de compensação e liquidação sejam as entidades responsáveis pela fiscalização dos respectivos membros e operações cursadas em seus mercados:

Art . 17º “...§1o Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários **incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, **fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)..”****

- *A entidade que deveria auxiliar a CVM no âmbito fiscalizador deveria ser uma entidade independente de autorregulação, acabando assim com o conflito.*
 - *Os administradores de mercado deveriam auxiliar a CVM apenas no que tange a regras específicas sobre as operações cursadas nos seus respectivos mercados, sempre sujeitas à aprovação da CVM e de entidade autorreguladora independente com representatividade dos demais agentes de mercado.*
- **Não há outros requisitos estruturais ou operacionais referentes à autorregulação na referida lei, de forma que o detalhamento desses aspectos ficou sob incumbência da CVM, o que foi feito através da Instrução CVM nº 461/07.**
 - **A estrutura atualmente estabelecida pela CVM nº 461/07, com base na lei 6.385/76, não evita de maneira adequada a existência de conflitos de interesses e de ineficiências.**
 - **Para que haja aprimoramento do modelo atual de autorregulação, a sua base estrutural prevista na lei 6.385/76, deve ser alterada.**

4) SOLUÇÃO PROPOSTA

- Nossa sugestão é que a lei que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários (6.385/76) deveria:
 - **Criar uma única entidade de autorregulação** constituída na forma de associação privada independente sem fins econômicos;
 - Atribuir como competências da entidade única de autorregulação os poderes de **fiscalizar, supervisionar e disciplinar** as entidades administradoras de mercados organizados, os participantes e as operações ali cursadas, bem como de **editar regras gerais**, sujeitas à aprovação da CVM, sobre as operações e participantes dos mercados, cabendo às administradoras editar regras especificamente sobre as operações cursadas em seus respectivos mercados.
 - Determinar a transferência dos valores referentes aos **MRPs** à entidade única de autorregulação, que passará a ser a responsável por sua **administração**.
 - **Assegurar a participação**, na administração da entidade, **de representantes de diversas entidades do mercado**, como: Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros e seus membros; emissores, investidores, sistemas de compensação e liquidação de valores mobiliários, depositários centrais de valores mobiliários, e das entidades dos mercados financeiro e de capitais.



CONTATOS

ATS BRASIL

Rio de Janeiro

Praia de Botafogo, 501/202 –
Ed. Mourisco

RJ, 22250-040

+ 55 -21-2197-5300

www.atsbr.com

Miami

1111 Brickell Ave

FL - 33131

+1 305-913-7157



Alan Gandelman - CEO

agandelman@atsbr.com