

**Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das
entidades administradoras de mercado**

18 de julho de 2016



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

Introdução

1. Constituído em 2012, o Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas (GT) congrega SDM, SMI e ASA e, sob coordenação desta última e acompanhamento da SGE, tem o objetivo de estudar as implicações da fragmentação do mercado de bolsa no Brasil, questão que ganhou relevância a partir de manifestações de interesse em se estabelecer no país por parte de administradores de mercados atuantes no exterior.
2. A constituição do GT deu-se a partir do prognóstico de que, a despeito da inexistência de barreiras legais/regulatórias à introdução da concorrência no mercado brasileiro, a fragmentação do mercado suscitaria questões regulatórias que exigiriam a atenção da CVM.
3. Nesse sentido, foram identificados grandes temas com implicações regulatórias a fim de que o GT pudesse desenvolver uma análise sistemática que viesse a sustentar uma proposição concreta da CVM. Dentre esses temas, mereceu destaque a questão da autorregulação, uma vez que o aperfeiçoamento da estrutura existente exigiria alterações da regulamentação, notadamente na Instrução CVM nº 461, de 2007.
4. Assim, o GT tem aprofundado estudos acerca dos temas identificados e, neste momento, pode apontar princípios norteadores para a atividade de autorregulação capazes de aperfeiçoar essa atividade independentemente da existência de competição no mercado de valores mobiliários no Brasil, mas em tudo compatível com um possível ambiente concorrencial.
5. Este documento tem por objetivo apresentar as principais conclusões do GT acerca da autorregulação ao Colegiado da CVM, ao mesmo tempo em que propõe que seja iniciado o processo de alteração da Instrução CVM nº 461, de 2007, a fim de adaptá-la às proposições nele contidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

Autorregulação

6. A Instrução CVM nº 461/2007 é reconhecida pelo mercado como um marco do fortalecimento da atividade de autorregulação desempenhada pelas entidades administradoras do mercado organizado, na medida em que concretiza função a elas atribuídas no artigo 17 da Lei nº 6385, de 1976.
7. Na mencionada Instrução, a autorregulação é uma atividade a ser desempenhada individualmente por cada entidade administradora do mercado organizado, a quem compete estruturar um Departamento de Autorregulação dirigido por um Diretor de Autorregulação e supervisionado por um Conselho de Autorregulação.
8. Na dicção da Instrução CVM nº 461/2007, Departamento, Diretor e Conselho de Autorregulação são os órgãos obrigatórios da entidade administradora do mercado organizado encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários sob sua responsabilidade, bem como das pessoas autorizadas a neles operar e das atividades de organização e acompanhamento desenvolvidas pela própria entidade administradora.
9. Embora contenha um dispositivo que autoriza a constituição de associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico, que exerça as funções de fiscalização e supervisão atribuídas à autorregulação, ou mesmo a contratação de terceiro independente para o exercício de tais funções, a Instrução CVM nº 461/2007 claramente privilegia a prática da autorregulação pelas entidades administradoras individualmente consideradas.
10. Inegáveis os ganhos de eficiência e o aumento da abrangência da atividade de autorregulação no período pós-Instrução CVM nº 461/2007. Trata-se, de fato, de atividade que evoluiu muito em ambas as entidades administradoras de mercado organizado atuantes no Brasil. A despeito disso, a CVM procura continuamente discutir interna e externamente a estrutura da autorregulação e a necessidade de sua eventual adequação em face das mudanças de um mercado que reconhecidamente está na vanguarda da inovação e uso da tecnologia, como é o mercado de valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

11. Daí o mercado já ter sido chamado a opinar sobre o modelo da autorregulação exercida individualmente por cada entidade administradora de mercado organizado, sobretudo na hipótese de introdução da concorrência entre bolsas no Brasil.
12. Dentre as iniciativas de interação com os agentes de mercado feitas pela CVM para a avaliação do atual modelo regulatório em contexto concorrencial destacam-se: (a) a elaboração e discussão com participantes do mercado dos resultados do estudo elaborado pela Oxera Consulting Ltd (Oxera), em 2012, que analisou a viabilidade, os desafios e os benefícios da eventual introdução da concorrência entre bolsas no Brasil;¹ e (b) a realização da Audiência Pública nº 05/2013, por meio da qual a CVM convidou os participantes do mercado e outras partes interessadas a se manifestarem a respeito de três temas: (i) melhor execução no interesse dos clientes (**best execution**); (ii) consolidação dos dados; e (iii) supervisão e autorregulação, sendo este último tema o foco do presente documento.²
13. Do estudo da Oxera, pode ser apreendido que: (a) os custos de regulação de um mercado fragmentado tendem a serem maiores, considerando tudo mais constante; (b) visando à eficiência dos mercados, as mudanças em direção à nova estrutura regulatória podem e devem ser desenhadas antes da entrada concreta de um concorrente, ainda que as novas regras não sejam implementadas até a efetiva mudança; e (c) em um ambiente de concorrência, a supervisão do mercado *não* deve ser feita por uma das entidades prestadoras de serviços de negociação, e sim por um ente separado – a Oxera sugeriu a transferência de algumas atividades para o órgão regulador, tendo como base a experiência da Austrália, muito embora reconhecesse a existência de outros modelos.

¹ Acesso ao relatório: www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshist/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf . Acesso à reunião com o mercado: <https://www.youtube.com/user/CVMEducacional/videos>.

² Em complemento à audiência, a CVM promoveu, em 2013, entrevistas com 13 participantes de mercado, seja para esclarecimentos sobre as manifestações dadas durante a audiência, seja para incorporar alguns participantes que não tinham se manifestado na audiência, com a finalidade de obter maior diversidade de pontos de vista e interesses (Bloomberg, Credit Suisse Hedging Griffo Asset Management, Credit Suisse (Brasil) CTVM, Grupo ATS, Direct Edge, Mauá Sekular Investimentos, Octo CTVM, Previ, Banco Santander Brasil, Thomson Reuters, XP Investimentos, BMF&Bovespa, CETIP).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

14. As manifestações apresentadas na audiência pública³ foram em sua maioria favoráveis à modificação do padrão regulatório atual no caso da existência de concorrência entre bolsas, sendo a adoção de um autorregulador único para todos os ambientes de negociação apontada como o modelo mais eficiente.
15. Este GT entende, no entanto, que a preocupação com a eficiência da autorregulação se justifica mesmo que a competição não se concretize no curto ou médio prazos, uma vez que a atividade adquiriu uma relevância e prestígio inauditos.
16. Repensando a atividade e os desafios a que ela estará sujeita, o GT concluiu que a unificação da atividade de autorregulação pode representar um ganho significativo para o mercado de valores mobiliários na medida em que (i) reduz custos de observância para os participantes do mercado, (ii) evita a duplicação de estruturas nas diversas entidades administradoras, (iii) aumenta a abrangência da autorregulação (que passa a ter competência sobre todas as operações realizadas), e (iv) permite a harmonização de procedimentos, quando necessário e desejável.
17. Na concepção do GT, a autorregulação unificada deveria se dar a partir da instituição de uma pessoa jurídica da qual possam tomar parte todas as entidades administradoras do mercado organizado, de forma a concentrar toda a atividade de autorregulação atualmente exercida pela entidade constituída pela BM&FBOVESPA para tal finalidade (BSM) e pelo Departamento de Autorregulação da CETIP (DIRAR), o que também preserva a competência legal das entidades administradoras constantes do art. 17 da Lei nº 6385/1976.
18. O GT acredita que o momento atual é propício à divulgação desse tipo de diretriz, não apenas em razão das vantagens já explicitadas, mas também porque inexistente, neste momento, pedido de autorização para funcionamento de mercado organizado em análise junto à CVM⁴. De fato, o GT reconhece o valor que a divulgação desse direcionamento tem para potenciais concorrentes, uma vez que muda a perspectiva de cada qual em relação à estrutura da autorregulação.

³ Vide www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0513.html.

⁴ Há uma decisão concedendo autorização para funcionamento de entidade administradora de Mercado de balcão organizado sob condição suspensiva. Trata-se do caso da Brix.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

19. O GT também entende que não basta à CVM indicar ao mercado o rumo da autorregulação unificada. Tão importante quanto essa indicação é o fornecimento dos princípios sobre os quais a CVM espera ver assentada a nova estrutura de autorregulação. Tais princípios, que o GT sugere sejam discutidos quando da também sugerida reforma da Instrução CVM nº 461/2007, devem guiar as entidades administradoras de mercado no processo de transformação a que seus Departamentos de Autorregulação irão se submeter em decorrência das mudanças regulatórias.
20. Em face da sua natureza preliminar, haja vista que as proposições deverão ser exaustivamente discutidas durante o processo de audiência pública, o GT entende que qualquer detalhamento ou especificação das propostas não é conveniente neste momento. No entanto, o GT também considera que uma indicação demasiadamente genérica pode ser de pouca utilidade ao mercado.
21. Nesse sentido, o GT entende necessária a enunciação de determinados princípios que podem implicar a tomada imediata de decisões por parte das entidades administradoras do mercado organizado. Um desses princípios é a natureza compulsória da autorregulação unificada. Como dito anteriormente, a Instrução CVM nº 461/2007 acomoda a possibilidade fática da existência de um autorregulador único. No entanto, atualmente, a autorregulação unificada é mera possibilidade, enquanto que no futuro, decorrido um período de transição, espera-se que venha a ser a única forma possível de exercício da autorregulação por entidades administradoras de mercados organizados.
22. O GT também considera fundamental o desenvolvimento de mecanismos que assegurem a independência da entidade autorreguladora em relação às entidades administradoras que venham a instituí-la. A independência aqui referida abrange a autonomia funcional e orçamentária já mencionadas na Instrução CVM nº 461/2007.
23. Dito isso, é importante que a entidade autorreguladora unificada esteja segregada física e funcionalmente de seus instituidores e que o exercício de suas funções não inclua atividades que possam ser consideradas como prestação de serviços de cunho puramente comercial às entidades administradoras de mercado organizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

24. Quanto à autonomia orçamentária, é fundamental que o autorregulador unificado tenha garantidos recursos suficientes para o desempenho de sua atividade em consonância com o plano de trabalho a ser definido em conjunto com a CVM. Tais recursos devem ser providos pelas entidades administradoras de mercado, uma vez que a autorregulação é, por natureza, uma atividade não lucrativa. O GT admite que a atividade sancionadora do autorregulador seja geradora de recursos, mas adverte sobre o caráter eventual e não previsível dessa fonte, o que a torna secundária em relação aos recursos providos pelas entidades administradoras de mercado.
25. Ainda no âmbito da independência do autorregulador, o GT considera condição essencial para o bom funcionamento da autorregulação unificada a presença de um corpo funcional qualificado, motivado e com senso ético altamente desenvolvido. Para tanto, reconhece a importância de política adequada de recursos humanos para empregados, diretor e membros do conselho de autorregulação. O GT considera altamente salutar a existência de critérios objetivos de avaliação individual e coletiva, bem como de uma política de remuneração variável (se for o caso) que seja totalmente independente da política das entidades instituidoras.
26. Quanto à composição dos órgãos responsáveis pela administração e supervisão das atividades de autorregulação, o GT afirma a necessidade de haver instrumentos que assegurem a contribuição dos diversos *stakeholders* para o processo decisório. O GT reconhece que os mecanismos para a consecução desse objetivo devem ser amplamente debatidos durante a audiência pública para a alteração da Instrução CVM nº 461/2007.
27. Ainda, o GT entende que durante o processo de alteração da Instrução CVM nº 461/2007 deve ser avaliada a ampliação da competência do autorregulador unificado, de forma a aperfeiçoar sua atuação mais abrangente sobre o mercado de valores mobiliários. A atuação do autorregulador sobre as atividades de pós-negociação, por exemplo, pode ser essencial em ambientes com alguma fragmentação. Daí ser essencial aprofundar o debate sobre a competência do autorregulador unificado a fim de detectar competências que lhe podem ser atribuídas em benefício da hígidez e integridade do mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO DO GRUPO DE TRABALHO CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS

Conclusão

28. Em resumo, o GT, por meio deste Memo, recomenda o modelo de autorregulador unificado para todos os ambientes de negociação. Sugere ainda que a Autarquia considere a alteração da Instrução CVM nº 461, de forma a adaptá-la, desde já, aos princípios norteadores desse modelo, e que, nesse processo, a Autarquia avalie a ampliação da competência do autorregulador unificado, abrangendo, por exemplo, as atividades de pós-negociação.
29. Da sua análise, o GT conclui que a autorregulação unificada deve se dar a partir de uma pessoa jurídica da qual todas as entidades administradoras de mercado façam parte. No entanto, considera como fundamental a existência dos mecanismos listados abaixo para assegurar a independência do autorregulador único em relação às entidades administradoras que venham a instituí-lo:
- a. segregação física e funcional de seus instituidores (parágrafo 23);
 - b. ausência de prestação de serviços que possa ser considerada de cunho puramente comercial às entidades administradoras (parágrafo 23);
 - c. garantia de recursos suficientes, por parte dos instituidores, para o desempenho de suas atividades, em consonância com o plano de trabalho a ser definido em conjunto com a CVM (parágrafo 24);
 - d. presença de um corpo funcional qualificado, motivado e com senso ético altamente desenvolvido, bem como a existência de critérios objetivos de avaliação (parágrafo 25);
 - e. remuneração variável, caso haja, ser independente da política das entidades instituidoras (parágrafo 25); e
 - f. instrumentos que garantam a contribuição dos diversos *stakeholders* para o processo decisório (parágrafo 26).