

Modelo de Regulação

Autorregulador obrigatório
(SRO) como complemento à
função do regulador
governamental

20
25

ANDRÉ EDUARDO DEMARCO

MODELO DE REGULAÇÃO

“

As opiniões expressas neste documento são exclusivamente do autor e não refletem, necessariamente, a opinião ou visão da BSM.

”

“

André Eduardo Demarco

Administrador de empresas, formado pela Universidade Mackenzie, com pós-graduação em Gestão Empresarial pela FIA/FEA/USP, MBA em Derivativos pela USP e LLM Master of Laws pelo Insper. Atua nos mercados financeiro e de capitais há mais de 30 anos. Ocupou as posições de diretor de Pregão, diretor de Negociação Eletrônica, diretor de Engenharia de Produtos, Serviços e Educação, diretor de Depositária e Operações de Balcão e diretor de produtos de compliance. Atualmente lidera a diretoria de autorregulação da BSM Supervisão de Mercados.





1. Introdução

A autorregulação do mercado de capitais é uma função importante que visa preservar a integridade, eficiência e transparência dos mercados. O seu conceito deve ser entendido como a capacidade de uma organização de criar e aplicar normas e boas práticas pelos seus próprios Participantes, ao invés de se submeter exclusivamente as regulamentações estabelecidas por autoridades governamentais.

Nesse sentido, os princípios da autorregulação do mercado de capitais geralmente incluem:

- i. **Cooperação com Autoridades Reguladoras:** colaborar com autoridades governamentais e outros órgãos reguladores para promover um ambiente regulatório harmonioso e eficaz. Isso inclui a troca de informações e a coordenação de esforços para lidar com questões de interesse comum.
- ii. **Eficiência:** assegurar que os mercados operem de maneira eficiente, com preços refletindo adequadamente todas as informações disponíveis. Mercados eficientes são essenciais para a alocação adequada de recursos e para o funcionamento saudável da economia.
- iii. **Integridade:** promover práticas comerciais justas e éticas. Isso inclui a prevenção de fraudes, manipulação de mercado e outros comportamentos desonestos que possam prejudicar os investidores e a eficiência do mercado.
- iv. **Medidas de Orientação e Medidas Sancionadoras:** uma autorregulação efetiva deve presumir que a organização possua mandato para determinar medidas de orientação, e quando essas medidas não se demonstrarem efetivas, eventuais medidas sancionadoras com o objetivo de fazer cumprir os regramentos aplicáveis (“enforcement”), sempre com o objetivo de induzir e uniformizar as regras e boas práticas aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro.
- v. **Prevenção de Conflitos de Interesse:** desenvolver políticas e procedimentos para identificar, divulgar e gerenciar conflitos de interesse que possam comprometer a objetividade e a imparcialidade dos Participantes do mercado.
- vi. **Proteção ao Investidor:** implementar medidas e práticas para proteger os interesses dos investidores, especialmente os investidores de varejo que podem ser mais vulneráveis a práticas desleais. Isso inclui a educação financeira e a garantia de que os investidores tenham acesso a informações precisas e completas para tomar decisões informadas.



- vii. **Redução de Custos Transacionais:** possibilitar a redução da assimetria informacional e a uniformização de melhores práticas para auxiliar no cumprimento dos dispositivos legais e regulatórios aplicáveis.
- viii. **Responsabilidade e Prestação de Contas:** estabelecer mecanismos de governança que garantam que os Participantes do mercado sejam responsáveis por suas ações. Isso inclui a implementação de códigos de conduta, auditorias internas e externas, e a imposição de sanções em caso de violações.
- ix. **Supervisão e Monitoramento:** criar e manter sistemas de supervisão contínua para monitorar o comportamento dos Participantes do mercado e buscar a conformidade com as normas e regulamentos. Isso pode incluir a vigilância de transações e a análise de padrões de negociação.
- x. **Transparéncia:** assegurar que todas as informações relevantes sobre operações, produtos e serviços estejam disponíveis de maneira clara e acessível aos investidores e outros Participantes do mercado. Isso ajuda a reduzir a assimetria de informações e a promover a confiança no mercado.
- xi. **Inovação e Adaptação:** capacidade de adaptar suas regras e práticas para lidar com novas tecnologias, produtos financeiros e práticas de mercado. A autorregulação permite uma resposta mais ágil às mudanças do mercado.

Esses princípios são fundamentais para o funcionamento saudável e sustentável dos mercados de capitais, ajudando a construir a confiança dos investidores e a promover a estabilidade financeira.

A autorregulação do mercado de capitais é um conjunto de mecanismos e práticas adotados pelos próprios Participantes do mercado para preservar que as atividades financeiras sejam conduzidas de maneira justa, transparente e eficiente. Esses mecanismos são complementares às regulamentações impostas por autoridades reguladoras, como a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no Brasil ou a *Securities and Exchange Commission (“SEC”)* nos Estados Unidos.

Para melhor entendimento, alguns conceitos gerais da autorregulação do mercado de capitais devem estar definidos de forma clara:



- i. **Organizações Autorreguladoras (“SRO”):** são entidades que têm o poder de criar e implementar regras e padrões de conduta para seus membros. Exemplos incluem bolsas de valores, associações de corretores e câmaras de compensação. A SRO desempenha um papel crucial na supervisão e fiscalização das atividades do mercado.
- ii. **Participantes Autorregulados (“Participantes”):** são os *players* aos quais as normas e padrões de conduta determinados pela SRO são aplicáveis.
- iii. **Normas e Códigos de Conduta:** a SRO estabelece normas e códigos de conduta que definem práticas aceitáveis e inaceitáveis, bem como boas práticas aplicáveis aos Participantes Autorregulados. Esses códigos visam buscar que todos operem com integridade e em conformidade com os melhores padrões éticos.

Nesse sentido, a autorregulação é uma atividade essencial para o funcionamento saudável do mercado, pois complementa a regulação governamental e ajuda a manter um ambiente de negociação e pós negociação eficiente e seguro, sendo uma forma eficaz e eficiente de regulação para o complexo e dinâmico setor de serviços financeiros. A SRO, por via de consequência, pode ser um componente valioso para o regulador governamental, que no caso do Brasil é a CVM, atingir os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários, e o Banco Central, no caso do mercado financeiro e de pagamentos.

Existem diferentes modelos de autorregulação no mercado de valores mobiliários, que podem variar de acordo com a estrutura do mercado e as necessidades específicas dos Participantes. Esses modelos são geralmente classificados com base no grau de autonomia da SRO e na forma com que interagem com os reguladores governamentais.

A seguir estão alguns dos principais modelos de autorregulação.

2. Modelos de Autorregulação

2.1. Autorregulação Pura

Neste modelo, a SRO possui mais autonomia e é responsável pela criação e aplicação de regras, bem como pela supervisão e fiscalização dos Participantes do mercado. Assim, as SROs operam de forma independente, com pouca ou nenhuma intervenção de reguladores



governamentais.

- **Exemplo:** A Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e a *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) nos Estados Unidos, que têm poderes significativos para regular seus membros.

2.2. Autorregulação com Supervisão Governamental

Neste modelo, a SRO preserva a sua autonomia de forma significativa, mas opera sob a supervisão e o controle de uma autoridade reguladora governamental. A SRO desenvolve e implementa suas próprias regras, mas essas regras precisam ser aprovadas pelo regulador governamental.

- **Exemplo:** A Comissão de Valores Mobiliários (SEC) nos Estados Unidos supervisiona a FINRA, garantindo que suas regras e práticas estejam alinhadas com as regulamentações federais.

2.3. Corregulação

A corregulação envolve uma colaboração estreita entre SRO e os reguladores governamentais. As responsabilidades de regulamentação são compartilhadas, com a SRO desempenhando um papel ativo na criação e aplicação de regras, enquanto os reguladores governamentais fornecem supervisão e apoio técnico e institucional.

- **Exemplo:** Na União Europeia, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) trabalha em conjunto com a SRO nacional, uma ou mais, para preservar a harmonização das regulamentações nos mercados de capitais.

2.4. Autorregulação Delegada

Neste modelo, as autoridades reguladoras delegam certas responsabilidades de regulamentação e supervisão à SRO, mas mantêm a autoridade final, de forma que podem intervir quando necessário. A SRO tem autonomia para desenvolver e aplicar regras dentro do escopo definido pelo regulador governamental.



- **Exemplo:** No Japão, a *Financial Services Agency* (FSA) delega algumas responsabilidades de supervisão à *Japan Securities Dealers Association* (JSDA).

2.5. Autorregulação Orientada pelo Mercado

Este modelo é mais informal em comparação aos demais, e se baseia em normas de mercado e boas práticas desenvolvidas pelos próprios Participantes do mercado, sem que haja uma entidade autorreguladora formalmente constituída. A pressão dos pares e a reputação são os principais mecanismos de conformidade, o que torna este modelo mais suscetível a problemas relacionados a conflitos de interesses.

- **Exemplo:** Alguns mercados de balcão (*OTC – Over the Counter*) podem operar com base neste modelo, onde as práticas são orientadas pelas normas aceitas pelos Participantes do mercado.

2.6. Autorregulação com Participação Mista

Neste modelo, a SRO é composta por representantes de diferentes grupos de interesse, incluindo Participantes do mercado, investidores e reguladores governamentais. Essa estrutura mista visa preservar que as regras e práticas desenvolvidas sejam equilibradas e atendam às necessidades de todos os agentes de mercado.

- **Exemplo:** Algumas bolsas de valores em países europeus e da Oceania adotam este modelo, no qual são constituídos conselhos consultivos, que incluem representantes de diversas partes interessadas.

Cada um dos modelos possui suas vantagens e desvantagens, e a escolha do modelo adequado pode depender de fatores como o tamanho e a complexidade do mercado, a maturidade dos Participantes e o quadro regulatório existente. A autorregulação eficaz requer um equilíbrio entre a autonomia da SRO e a supervisão governamental, para preservar a integridade e a estabilidade dos mercados.

Este texto se propõe a descrever os elementos gerais que serviram para tornar a autorregulação bem-sucedida. Esses elementos gerais transcendem as distinções baseadas



no tipo de instrumento financeiro (valores mobiliários, derivativos ou outro); na estrutura de mercado (mercados de leilões eletrônicos versus físicos no chão); na natureza dos investidores do mercado (institucional, varejo ou outro); na natureza das transações (principal, agência ou ambas) e na estrutura da SRO. Os elementos específicos devem ser adaptados às metas, aos objetivos, às necessidades de cada mercado e ao regime regulatório aplicável.

O texto também aborda o relacionamento da SRO com o regulador governamental, defendendo a deferência dos autorregulados à SRO como reguladores da "linha de frente", sujeitos à supervisão regulatória.

Como resultado dos avanços tecnológicos e da alta conectividade, os mercados estão cada vez mais globais e propiciam a realização de operações sem levar em conta as fronteiras nacionais. Além disso, os agentes de mercado estão cada vez mais integrados por meio de intermediários de mercado e sistemas de pagamento, e as distinções entre as estruturas de mercado de bolsa e de balcão estão alteradas. À luz desses desenvolvimentos, a abordagem regulatória deve ser flexível, eficaz e eficiente para oferecer as proteções necessárias no mercado global em constante mudança, se adaptando continuamente às mudanças que estão ocorrendo e que ocorrerão. Por sua vez, a estrutura autorregulatória não pode ficar estática ou agir como um empecilho às inovações do mercado.

Nesse sentido, é correto dizer que a SRO estabelecida também devem reavaliar as suas estruturas gerais, uma vez que as inovações do mercado forçam a repensar as funções tradicionais das bolsas e dos intermediários de mercado. Esse processo de reavaliação deve ser contínuo e visar a melhor forma para atender de maneira eficiente às necessidades dos investidores do mercado por meio de forças competitivas.

3. Definição, função e avaliação atual da autorregulação

A função da autorregulação – e, na verdade, sua própria existência – difere de país para país, entre a sua maturidade, os setores do mercado e entre os mercados desenvolvidos e emergentes. Nos casos em que sua função é significativa, ela quase sempre deriva de um longo histórico de comportamento responsável, sob a supervisão de reguladores governamentais. Esse relacionamento permitiu que a SRO contribuisse para a qualidade da Regulação e para o conteúdo da política de interesse público.



Os objetivos gerais da autorregulação são os mesmos identificados para a regulação governamental da CVM dos mercados nos Objetivos e Princípios da Regulação de Títulos da IOSCO¹ (*International Organization of Securities Commissions*)², quais sejam a preservação da integridade do mercado (mercados justos, eficientes e transparentes), preservação da integridade financeira (reduzir o risco sistêmico) e a proteção os investidores.

Atualmente, há muitas formas diferentes de autorregulação dos mercados para atingir esses objetivos. Existem organizações autorreguladoras do setor, estruturas autorreguladoras de câmbio e associações privadas que definem e incentivam a adesão aos padrões de melhores práticas entre seus participantes.

Assim, a autorregulação, normalmente, se concentra na supervisão do próprio mercado, nos padrões de qualificação para a intermediação do mercado e na supervisão da conduta comercial dos intermediários, incluindo seu relacionamento com os investidores do mercado. Essas áreas de responsabilidade podem ser executadas por uma única SRO, divididas ou compartilhadas entre mais de uma SRO de um determinado país ou setor de mercado.

Em sua forma mais completa, a autorregulação abrange a autoridade para criar, alterar, implementar e aplicar regras de conduta com relação às entidades sujeitas à jurisdição da SRO, para aplicar medidas educacionais ou sancionatórias com o objetivo de fazer cumprir tais regras, bem como para resolver disputas por meios alternativos de resolução de disputas. Normalmente, essa autoridade é derivada de um aproveitamento inteligente de autorregulação, mantendo-se os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade dos poderes legais atribuídos a uma entidade não governamental.

Em várias jurisdições do mundo, a autorregulação existia antes da regulação governamental, entregando seu valor em benefício do desenvolvimento dos mercados. À medida que os mercados se desenvolveram, os Participantes do mercado reconheceram que a autorregulação era necessária para proteger a integridade do próprio mercado. Os

¹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Portuguese.pdf>

² <https://www.iosco.org/>



Participantes do setor reconheceram que aqueles que estavam mais familiarizados com os costumes e com as práticas de um determinado comércio eram os mais adequados para criar regras relacionadas a esse comércio, para fazer cumprir essas regras e para resolver as disputas que surgiam a partir dessas regras. Além disso, a familiaridade com os conceitos envolvidos garantiu que essas disputas fossem resolvidas rapidamente e que as regras para o comércio nesse mercado específico se adaptassem contínua e rapidamente às evoluções na maneira como o comércio era conduzido, protegendo o mercado e evitando desgaste de imagem para o mercado em referência e para as Bolsas envolvidas.

A autorregulação provou ser uma forma de regulação eficiente, complementar àquela desenvolvida pelo regulador governamental. Uma SRO, por sua própria natureza, tem maior flexibilidade e velocidade para adaptar as exigências regulatórias a um ambiente de negócios que muda rapidamente. Um dos maiores desafios que o governo enfrenta ao elaborar e administrar uma estrutura de supervisão governamental é o de fornecer um nível adequado de supervisão das atividades da SRO sem onerar ou usurpar a sua capacidade de responder com rapidez e flexibilidade às condições de mercado e às necessidades comerciais em constante mudança.

Na autorregulação, as regras são elaboradas em conjunto com os Participantes do mercado, com conhecimento endógeno da SRO, com a finalidade de maximizar os benefícios regulatórios (por exemplo, mercados ordenados, proteção ao investidor, redução do risco sistêmico) e, ao mesmo tempo, minimizar os custos de observância. Esse conhecimento profundo do mercado é essencial para a criação de uma estrutura autorregulatória, que é percebida como apropriada e razoável pelos agentes e entidades Reguladas. Essa percepção, por sua vez, resultará em um grau mais rigoroso de conformidade por parte dos Participantes do mercado.

A representação do setor e a autorregulação continuam a ser partes integrantes da maioria dos desenhos regulatórios no mundo. Mesmo com as recentes transformações de alguns modelos regulatórios internacionais, muitos aspectos da autorregulação foram reincorporados ou adaptados à estrutura regulatória governamental.

De fato, em seu relatório, publicado há mais de 20 (vinte) anos, sobre Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários, a IOSCO endossou a existência de SRO dentro de



estruturas de supervisão legal para os mercados, como parte de um contexto mais amplo de 30 (trinta) princípios. O relatório recomenda a atuação adequada de uma SRO, definindo responsabilidades diretas em suas áreas de competência, na medida adequada ao tamanho e à complexidade dos mercados, para auxiliar os órgãos reguladores a atingirem seus objetivos regulatórios de proteção ao investidor: mercados justos, eficientes e transparentes e redução do risco sistêmico.

4. Elementos de uma autorregulação eficaz

Nesta seção do documento serão descritos os elementos importantes que contribuem para a eficácia do modelo de autorregulação dos mercados.

4.1. Conhecimento especializado do setor

Os mercados estão se tornando cada vez mais complexos, ao passo que a SRO tem grande interesse e um importante conhecimento desse setor e da estrutura regulatória em que opera. Assim, em um ambiente caracterizado por uma variedade de mercados e diferentes tipos de Participantes, um conhecimento especializado e profundo se mostra muito benéfico para todos os agentes do mercado.

Nesse sentido, as entidades autorreguladoras são consideradas uma fonte inestimável de conhecimento especializado à qual os reguladores governamentais podem recorrer – e o fazem –, para melhorar o alcance da sua supervisão e a higidez do mercado. Por exemplo, uma SRO e seus membros devem estar envolvidos em qualquer discussão sobre o desenvolvimento de regras que afetem o seu setor, de modo que uma SRO adota, atualiza e aplica suas próprias regras de procedimento e de conduta, usando grandes redes voluntárias de profissionais do mercado para fornecer experiência direta no mercado. Assim, a SRO tem a experiência e o contato direto com o mercado, necessários para acompanhar as rápidas mudanças em um setor complexo e manter sua eficácia regulatória. Essa experiência pode aumentar muito a eficácia e a eficiência dos programas de desenvolvimento, monitoramento e aplicação de regras (“enforcement”) de uma SRO.

O conhecimento, a experiência, a autoridade e o comprometimento de uma SRO também permitirão que ela projete, implemente e avalie os programas de conformidade (*compliance*)



necessários para que sejam eficazes. Uma SRO demanda uma equipe qualificada para realizar essa tarefa, de modo que podem ser necessários recursos financeiros adicionais para recrutar, treinar e reter esse tipo de equipe. É mais eficiente contar com o amplo conhecimento, experiência e especialização de uma SRO do que não contar com sua complementariedade e apoio ao órgão regulador governamental.

Outro elemento comum à maioria dos modelos regulatórios – incluindo muitos órgãos reguladores governamentais – é a representação do setor. Tanto os órgãos reguladores governamentais quanto uma SRO reconhecem que a representação do setor proporciona uma maior capacidade de reagir rapidamente às mudanças no mercado. A representação do setor fornece o conhecimento e o histórico institucional para que ambos possam identificar tendências e determinar as implicações regulatórias dessas tendências. A representação do setor também pode fornecer o conhecimento e a assistência para reagir às emergências de forma rápida e eficaz.

Não à toa que o documento Objetivos e Princípios da Regulação de Títulos (*Objectives and Principles of Securities Regulation*³), publicado pela IOSCO, corretamente destaca que uma SRO pode oferecer profundidade e conhecimento considerável em relação às operações e práticas do mercado e podem ser capazes de responder com mais rapidez e flexibilidade do que a autoridade governamental às mudanças nas condições do mercado.

4.2. Motivação do setor

O segundo elemento de uma autorregulação eficaz, que deve ser destacado e que rege a atuação das SROs é a motivação do setor. Isso porque os sistemas de autopolicimento e o conceito geral de autorregulação funcionam devido ao incentivo para operarem em um mercado justo, financeiramente sólido e competitivo.

A reputação e a concorrência são forças motivadoras poderosas para um comportamento adequado sustentado, especialmente no ambiente regulatório globalizado de hoje, em que os Participantes do mercado têm acesso, praticamente imediato, 24 (vinte e quatro) horas por

³ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>



dia, a uma série de mercados e produtos que concorrem entre si.

Para concretizar o conceito de "auto" na autorregulação, uma SRO deve incentivar os Participantes do mercado e suas associações comerciais profissionais a contribuir para o desenvolvimento das melhores práticas e padrões do setor. É comum que uma SRO trabalhe com o setor para desenvolver códigos de conduta adequados e buscar a conformidade com esses códigos. Do ponto de vista da supervisão, o governo deve considerar a aplicação de padrões gerais de desempenho à SRO para alinhar que elas tenham a flexibilidade necessária para desenvolver regras de conduta adequadas e programas de conformidade e fiscalização por meio de sua interação direta com os participantes do setor. Essa abordagem é mais econômica, tanto para a SRO quanto para o órgão regulador governamental. Ela também tem o benefício de contribuir para uma forte cultura de conformidade dentro das empresas que participam do desenvolvimento das melhores práticas e padrões do setor.

A incorporação da autorregulação na estrutura regulatória resulta em uma melhor regulação, pois o estatuto e as regras estabelecidas pelo regulador governamental são complementados e aplicados por entidades diretamente envolvidas na atividade regulada, que terão um conhecimento detalhado dos aspectos operacionais ou técnicos desta atividade. Além disso, a autorregulação pode resultar em uma melhor conformidade com as regras, pois pode ser mais facilmente aceita pelos Participantes regulados pelo fato de participarem da construção dessas regras.

Uma forma de um setor demonstrar seu compromisso com a autorregulação e sua independência é demonstrando sua disposição de financiar tal atividade. Nos Estados Unidos, por exemplo, a *National Futures Association* é financiada inteiramente pelo setor privado dos mercados futuros. Nenhum imposto federal, estadual ou municipal é usado para financiar a Associação.

Seguindo tal premissa, o financiamento do setor deveria ser a principal fonte de financiamento geral de uma SRO, reduzindo assim o montante de financiamento governamental necessário para apoiar a estrutura regulatória dos mercados. Por exemplo, em um relatório da CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), estimou-se que as operações da *National Futures Association* durante seus anos de formação, na década de 1980, resultaram em US\$ 3,5 milhões em economias diretas para a agência governamental e US\$ 16,2 milhões em custos



adicionais evitados em um período de 3 (três) anos.

4.3. Relacionamento contratual

O relacionamento contratual que uma SRO tem com os Participantes que estão sujeitos à sua regulação deve ser efetivo. Ela pode ter um alcance regulatório global, ultrapassando as fronteiras nacionais, podendo chegar aonde os poderes governamentais não atingem ou alcançariam. Os Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO afirmam que uma SRO pode exigir a observância de padrões éticos, que vão além das regulações governamentais.

A relação contratual também oferece mais flexibilidade e permite que uma SRO reaja mais rapidamente, porque se baseia nas normas e boas práticas definidas pela SRO e na relação contratual com os Participantes membros, o que os obriga a cumprir tais exigências. Por esse mesmo motivo, o processo de revisão das normas, boas práticas e dos termos do acordo contratual da SRO pode ser um processo menos complicado do que a alteração das leis e regulações governamentais por meio de atos legislativos ou regulatórios.

4.4. Transparência e responsabilidade

O quarto elemento de uma autorregulação eficiente é a transparência e a responsabilidade na atuação da SRO. Nesse sentido, a autorregulação não significa defesa de interesses próprios. À exceção de poucos exemplos isolados, todos os Participantes de uma SRO querem – e enxergam valor em – ser regulados. Qualquer órgão regulador, seja um regulador governamental ou uma SRO, está sujeito à pressão do próprio setor que regula. Um regulador governamental não é necessariamente mais imune a pressões externas do que uma SRO.

Por este motivo, os programas de conformidade de uma SRO devem ser transparentes e responsáveis para atender que sigam padrões profissionais de comportamento em questões como confidencialidade, justiça e equidade processual. Essa transparência pode ocorrer de diferentes maneiras, inclusive tornando as regras da SRO acessíveis ao público, divulgando ações disciplinares significativas tomadas por uma SRO e por meio de programas educacionais. Em algumas jurisdições, como por exemplo a brasileira, por meio da **BSM Supervisão de Mercados (“BSM”)**, a SRO prepara planos regulatórios que são enviados ao



seu regulador. Esses planos regulatórios descrevem os objetivos regulatórios da SRO, o que e como a SRO atuará ao longo dos anos.

4.5. Programas flexíveis de conformidade (*compliance*) de uma SRO

A autorregulação proporciona maior diversidade nos métodos de conformidade com as regras e regulações. A estrutura regulatória deve ser suficientemente flexível para permitir que os Participantes do mercado respondam às mudanças inevitáveis de forma inovadora, oportuna e sensível.

Um produto da experiência e do conhecimento especializado dos órgãos autorreguladores é a sua capacidade de modificar suas regras em resposta às mudanças que ocorrem no setor mais prontamente do que os órgãos governamentais. Em muitas jurisdições, as exigências mais rígidas normalmente impostas ao processo de criação de regras pelos órgãos reguladores governamentais não permitem que eles reajam tão rapidamente às mudanças que ocorrem no setor de serviços financeiros. O benefício da regulação rápida e flexível da SRO pode ser perdido se a SRO for obrigada a seguir os mesmos processos de revisão e aprovação agenciado regulador governamental. Além da flexibilidade, os programas regulatórios de uma SRO devem ter diretrizes claras que possam ser aplicadas objetivamente.

Um componente que integra os programas de conformidade de uma SRO é o desenvolvimento de guias e outros materiais educacionais para ajudar o mercado a interpretar e a cumprir suas responsabilidades regulatórias.

4.6. Coordenação e compartilhamento de informações

Obviamente, à medida que os mercados se tornam conectados, a coordenação da supervisão do mercado se torna mais importante. A coordenação ocorre de fato entre a SRO, bem como entre a SRO e os órgãos reguladores governamentais. A SRO pode ser um excelente veículo de criação de fórum para reunir diferentes interesses em questões regulatórias. Com a eliminação ou diminuição das fronteiras, a arbitragem regulatória, em que os Participantes regulados podem gravitar em ambientes regulatórios menos onerosos, pode se tornar mais predominante.



Entretanto, uma abordagem idêntica entre os órgãos reguladores internacionais é uma meta irrealista. Embora os instrumentos que estão sendo regulados pelos diferentes órgãos reguladores internacionais possam ser muito semelhantes, as prioridades e as culturas de cada país não são. A coordenação e o compartilhamento de informações devem ser uma prioridade entre os mercados para tratar dos problemas entre os mercados. De toda forma, uma abordagem coordenada é uma necessidade para tratar de possíveis abusos de mercado ou preocupações com riscos sistêmicos que possam afetar mais de um mercado.

No momento, uma forma eficiente para coordenar a supervisão do mercado é apoiar na troca ou intercâmbio de informações que unam esforços para definir as "melhores práticas" por organizações como a IOSCO, que desempenha um papel valioso na harmonização de regras e melhores práticas aplicáveis aos mercados, por meio do desenvolvimento de princípios gerais, do intercâmbio de informações e da promoção da compreensão das diferenças regulatórias que podem existir entre os países.

É importante estimular a participação de autorreguladores em projetos de definição de padrões internacionais para preservar que os padrões refletem adequadamente considerações comerciais legítimas. Todos os países e mercados devem ser mais abertos para considerar os modelos de estrutura regulatória de outros reguladores. Pode haver casos em que certas facetas de outra estrutura regulatória poderiam ser adotadas e integradas em uma estrutura atual, o que pode gerar uma melhora em todo o ecossistema regulatório daquela jurisdição.

A cooperação internacional, proativa e contínua, deve seguir avançando, com uma contribuição significativa do setor. Felizmente, o desenvolvimento de tecnologias avançadas de comunicação melhorou e deve continuar melhorando a qualidade, a quantidade e a pontualidade das informações. A cooperação espontânea entre os órgãos reguladores nacionais e uma SRO, em um ambiente cada vez mais globalizado, não é uma opção – é uma necessidade – e não deve se restringir apenas à coordenação e à cooperação após a ocorrência de um problema.

A coordenação e comunicação devem ser estruturadas para lidar com possíveis problemas, prevenindo e mitigando efeitos colaterais e consequências antes mesmo que elas ocorram.



4.7. Supervisão regulatória das funções de uma SRO e o seu relacionamento com o regulador governamental

A autorregulação eficaz deve ser definida no contexto da supervisão governamental. A supervisão governamental é um elemento essencial na estrutura de autorregulação.

A supervisão das atividades de uma SRO preserva pelo regulador governamental, entre outras coisas, que todos os interesses recebam a devida consideração e oportunidades de manifestação, em todas as atividades regulatórias. Essa supervisão fornece um sistema de controle e equilíbrio, com uma neutralidade desejável e alcançável.

O estatuto que rege a estrutura deve delinear claramente as respectivas funções dos reguladores governamentais e da SRO. Para aproveitar ao máximo os benefícios e as eficiências de custo da autorregulação, este documento sugere o alcance de uma SRO, de forma clara, para atuar como órgãos de autorregulação com o poder de criar e aplicar suas próprias regras. Para atender que uma SRO tenha a flexibilidade para se adaptar rapidamente às inovações do mercado, ela deve ser submetida a padrões gerais de desempenho que reconheçam e, conforme apropriado, incentivem os elementos descritos anteriormente para promover uma autorregulação eficaz e eficiente.

Em um cenário de autorregulação, o papel do regulador governamental deve ser preponderantemente de supervisão, sem prejuízo da sua atuação direta e proporcional em relação a qualquer assunto sob autorregulação que entenda necessária. Inclusive, é dever do regulador governamental intervir diretamente quando identificados desvios das funções autorregulatórias, falhas no cumprimento de suas responsabilidades específicas ou quando seus membros colocarem em risco os fundos dos investidores ou se envolvam em fraudes, manipulações e outras condutas ilegais. De todo modo, a relação entre regulador e autorregulador deve ser guiada pela confiança mútua, com o objetivo de que sejam alcançados níveis de cooperação e coordenação cada vez maiores. Nesse sentido, o trabalho da autorregulação é aprimorado quando realizado à luz dos fortes incentivos que a encorajam a agir de forma responsável no desempenho de suas funções, incluindo as poderosas forças motivadoras de reputação e concorrência somadas à sua independência e autonomia administrativa.



Além disso, o regulador governamental pode averiguar se os processos e programas executados pela autorregulação são, de fato, eficazes para o cumprimento dos objetivos regulatórios estabelecidos por meio de verificações pontual ou outros tipos de testes periódicos. Na maioria dos casos, os reguladores governamentais realizam inspeções nas entidades autorreguladoras de mercado e avaliam o cumprimento de suas responsabilidades regulatórias. É recomendável, portanto, que a entidade autorreguladora apresente periodicamente relatórios sobre a conformidade com os requisitos estatutários, com a possibilidade de o regulador governamental lhe solicitar relatórios especiais a qualquer momento. Como os órgãos reguladores governamentais, em última instância, mantêm jurisdição sobre as atividades de uma entidade autorreguladora de mercado, devem ser incentivados e estar dispostos a aproveitar, da forma a mais efetiva possível, a atuação da autorregulação.

Definir a função do regulador governamental como uma função de supervisão pura não diminuiria, portanto, a eficácia da autorregulação. Vale destacar que as bolsas de valores foram os primeiros reguladores do mercado muito antes de elas se tornarem autorreguladoras obrigatórias. Nota-se, portanto, que o mercado de capitais e o mercado financeiro têm um longo histórico de autorregulação voluntária. Neste cenário, as bolsas adotaram regras de conduta que regeram a atuação dos Participantes e as organizações membros, os quais reconheceram, desde o início, que a autorregulação era de seu próprio interesse para manter os mercados em ordem e promover a confiança do público nesses mercados, preservando a integridade financeira tanto do mercado quanto de seus Participantes.

Assim, uma estrutura regulatória eficaz deve buscar pouca ou nenhuma duplicação do trabalho regulatório realizado por uma autorreguladora e pelos reguladores governamentais. Em outras palavras, por meio da cooperação e coordenação entre os autorreguladores e os reguladores governamentais, é possível reduzir e/ou eliminar a duplicação de trabalho e a eventual edição de regras sobrepostas e potencialmente conflitantes. À guisa de exemplo, para alcançar tais objetivos, algumas jurisdições desenvolveram e assinaram memorandos de entendimento ("MOU") ou acordos de cooperação técnica ("ACT") entre os reguladores governamentais e autorreguladores. Esses documentos definem as responsabilidades entre o regulador de linha de frente e o órgão de supervisão, bem como preveem uma separação e aproveitamento ou complementação de atuações.



Ademais, salutar que a supervisão governamental, nos termos da legislação aplicável, pode proporcionar um nível adicional de confiança, no sentido de que as funções regulatórias estão sendo exercidas conscientemente pela autorregulação. Adicionalmente, também pode contribuir para a igualdade de condições em todos os mercados, ajudar a evitar a fragmentação e promover uma Regulação consistente. A consistência e a uniformidade entre os mercados podem beneficiar o público investidor. Entretanto, no nível da administração cotidiana dos mercados, a supervisão estatal não deveria se estender aos detalhes. Em vez disso, a autorregulação deve ter autonomia, nos termos de balizamento adequado, para preservar, diretamente e no que diz respeito à autorregularão em si, a manutenção de um mercado justo e ordenado e para atingir suas outras metas de autorregulação.

Por essa razão, a autorregulação é um foco fácil de atenção regulatória, já que opera sob os holofotes do público como organizações com responsabilidades de ordem pública. Recomenda-se, portanto, que os órgãos reguladores atuem, juntamente com as entidades autorreguladoras de mercado, para informação e comunicação de que ambos possuem os mesmos objetivos essenciais: proteger os investidores e Participantes do mercado, preservar mercados justos e eficientes e reduzir o risco sistêmico do mercado em questão.

Evidente, portanto, que uma autorregulação bem estruturada permite ao órgão regulador governamental racionalizar e otimizar as suas atividades e concentrar, diretamente, seus recursos limitados onde há maior risco, em vez de criar camadas desnecessárias de revisão e regulação. Em outras palavras, valorizar a função do regulador governamental de supervisão e manter a atuação direta do regulador governamental para aqueles casos mais preocupantes, nos limites da razoabilidade e proporcionalidade, contribui para a eficácia tanto da regulação quanto da autorregulação.

5. Aplicação de modelos de autorregulação

Um modelo para uma SRO eficaz também poderia abordar as práticas regulatórias comuns incorporadas ao programa regulatório de uma SRO. O modelo deve ser flexível e diversificado, a fim de levar em consideração as diferentes características e ambientes de cada mercado. Como uma SRO pode ter estruturas organizacionais variadas, o modelo deve ser reconhecido como um menu de opções e não como um formato rígido.



São listadas a seguir as áreas básicas que devem ser consideradas para o modelo:

- i. Procedimentos internos de criação de regras;
- ii. Autorização e acesso ao mercado, incluindo padrões de adequação/qualificação para intermediários do mercado;
- iii. Estabelecimento e aplicação de padrões financeiros, operacionais e de práticas de vendas;
- iv. Vigilância da atividade do mercado;
- v. Investigação, acusação e julgamento de violações de regras;
- vi. Administração de um fórum de resolução de disputas;
- vii. Convergência de atuação de autorreguladores;
- viii. Evitar arbitragem regulatória entre diferentes mercados autorregulados por diferentes autorreguladores;
- ix. Desenvolvimento e implementação de programas educacionais para Participantes do mercado e investidores; e
- x. Compartilhamento de informações e cooperação com uma SRO diferente e reguladores governamentais.

O desenvolvimento do atual modelo pode levar a um processo no qual uma SRO troque regularmente informações sobre as melhores práticas a serem adotadas no mercado autorregulado, como forma de melhorar continuamente a eficácia da autorregulação na estrutura regulatória. A estrutura regulatória e as estruturas da SRO devem ser responsivas pelo setor em constante mudança.

À medida que a concorrência internacional aumenta, os reguladores governamentais e a SRO devem preservar que a regulação excessiva não exporte desnecessariamente empregos e participação de mercado da jurisdição local para jurisdições estrangeiras. Idealmente, uma abordagem regulatória que minimize os encargos de custo e, ao mesmo tempo, maximize a confiança do investidor e a justiça no mercado e contribua para a redução do risco sistêmico deve ser o objetivo final de qualquer estrutura regulatória. Alcançar esse equilíbrio ideal exige uma análise cuidadosa do custo-benefício das regulações existentes e propostas atuais ou futuras. Se os custos da regulação superarem os benefícios, as empresas migrarão para os mercados com custos regulatórios mais baixos. Por outro lado, se os custos da regulação forem adequados e bem percebidos, as empresas e todos os demais agentes de mercado



permanecerão em mercados regulados e autorregulados.

Nenhuma estrutura regulatória pode proteger completamente os mercados contra o risco sistêmico, e a tentativa de fazê-lo por meio de regulação excessiva apresenta outros riscos à saúde dos mercados que superam o benefício regulatório. Se as autoridades reguladoras reagirem de forma exagerada e desenvolverem regulações com custos que superem seus benefícios, o mercado se tornará menos eficiente.

Como dito anteriormente, a implementação bem-sucedida dos elementos da autorregulação pode variar de acordo com a maturidade e a sofisticação do mercado e do ambiente regulatório existente, e pode ser dar de forma fracionada. Em um mercado menos maduro e sofisticado, serão necessários recursos para educar os reguladores governamentais e os Participantes do mercado sobre os benefícios da autorregulação. Este texto busca demonstrar que o estabelecimento da autorregulação na estrutura regulatória tem um longo e bem-sucedido histórico em todo o mundo. E, conforme os benefícios da autorregulação são percebidos pelo mercado e pelo regulador governamental, natural que ocorra a atribuição de certas responsabilidades regulatórias à autorregulação. Assim, um programa de autorregulação bem-sucedido e implementado ao longo do tempo, pode ensejar novas responsabilidades regulatórias à medida que se demonstre sua eficácia e eficiência para o mercado e para os reguladores governamentais. Consequentemente, esse processo exige esforços substanciais por parte da autorreguladora, a fim de que seja capaz de assumir novas responsabilidades regulatórias.

6. Conclusão

Conclusivamente, por que adotar a autorregulação às estruturas regulatórias dos mercados, como um modelo de aperfeiçoamento contínuo?

- **A autorregulação tem um longo histórico de funcionamento eficaz**

Uma SRO é motivada a agir com responsabilidade, desenvolvendo práticas recomendadas e monitorando seus mercados por interesse próprio econômico, de reputação e regulatório. Se uma SRO não supervisionar e fiscalizar os seus mercados de forma eficaz, ela perderá seu objetivo, afastando liquidez e investidores, especialmente no ambiente competitivo de hoje,



em que existe uma variedade de produtos e mercados para escolher de acordo com suas necessidades de gerenciamento de risco ou investimento.

- **Uma SRO possui flexibilidade para se adaptar às exigências regulatórias de um ambiente de negócios em rápida mudança**

A SRO está próxima de seus mercados e agentes do mercado e podem adaptar suas regras e técnicas de fiscalização às características específicas de seus mercados. Ela também pode modificá-las rapidamente para responder às mudanças do mercado. Devido às exigências processuais impostas às agências, a resposta de um órgão regulador governamental pode ficar aquém das mudanças do mercado.

- **As relações contratuais de uma SRO podem ultrapassar as fronteiras internacionais**

A SRO é eficaz para lidar com questões globais porque a autorregulação é definida por contrato e não por um ato legislativo nacional. Isso é importante no ambiente atual, em que os mercados operam sem levar em conta as fronteiras nacionais e em que grandes instituições financeiras multinacionais dominam os mercados globais.

- **A contribuição e a representação do setor contribuem para uma cultura de compliance forte e eficaz.**

Como a SRO está próxima de seus mercados e agentes do mercado, ela também está em uma boa posição para equilibrar os benefícios da regulação em relação aos custos e evitar custos regulatórios desnecessários.

- **A autorregulação, geralmente, impõe menos custos do que a regulação governamental da CVM**

A autorregulação pode resultar em economias substanciais de custos para o governo, porque esses custos regulatórios são, em grande parte, transferidos para o setor regulado. Uma vez implementado e monitorado adequadamente, um programa de autorregulação alcançará



efetivamente os objetivos regulatórios consistentes com o interesse público e os interesses das entidades reguladas a um custo menor do que a regulação governamental. A incorporação da autorregulação ao regime regulatório deve diminuir a necessidade de financiamento, desde que a SRO e os órgãos reguladores governamentais cooperem e coordenem entre si para evitar a duplicação de atividades.

- **Uma SRO fornece um conhecimento profundo dos mercados e produtos**

Uma SRO tem a experiência e o compromisso de desempenhar um papel construtivo na assistência aos órgãos reguladores governamentais para examinar questões e chegar a soluções criativas e eficazes que melhorem a saúde dos mercados e a proteção dos investidores.

Por fim e de modo geral, a autorregulação ajuda a promover a integridade no mercado e entre os seus Participantes. Além disso, é um método eficaz de regulação porque as organizações autorreguladoras estão familiarizadas com a natureza cada vez mais complexa do setor, bem como com os produtos desenvolvidos e comercializados pelos membros e pelas organizações membros. Uma SRO, portanto, tem o conhecimento específico e a capacidade de implementar e conduzir com eficácia programas regulatórios eficientes.

Devido à grande diversidade em termos de tamanho, condições e tipos de mercados, é difícil fornecer uma recomendação única para cada mercado. Entretanto, os reguladores governamentais devem considerar a autorregulação como uma técnica regulatória ao projetar, revisar ou reavaliar os programas regulatórios. As funções de uma SRO devem ser desenvolvidas, mantidas e maximizadas na medida do possível, sujeitas a mecanismos adequados de prestação de contas para buscar que as responsabilidades regulatórias sejam cumpridas adequadamente e que os mercados regulados operem de acordo com os padrões gerais de desempenho e com o interesse público.

Quando implementada adequadamente, a autorregulação pode levar a (i) regras eficientes seguindo os princípios e conceitos da regulação, (ii) ampla conformidade e comprometimento para aceitação dessas regras, (iii) capacidade de ajuste tempestivo das regras para atender a novos cenários e mitigar riscos e (iv) aplicação flexível e eficaz das regras, em complemento a agenda regulatória e visando a redução do risco sistêmico. Além disso, a autorregulação



pode levar a uma economia significativa de custos para os reguladores governamentais, transferindo os custos da regulação para os órgãos regulados. A autorregulação não é uma forma de "desregulação", mas sim uma parte importante de um modelo de regulação eficiente e de base ampla, em benefício do mercado.

Autor: André Eduardo Demarco



Linkedin: AndreDemarco