

# O Modelo Brasileiro de Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários: identificando possíveis fragilidades na autorregulação de base voluntária

Lucas Alves Freire\*

*Introdução. 1 A autorregulação do mercado de valores mobiliários. 1.1 Conceito e manifestações da autorregulação. 1.2 Espécies de autorregulação. 1.3 Modelo recomendado de autorregulação – Os princípios da IOSCO. 2 A autorregulação do mercado de valores mobiliários no Brasil. 2.1 Autorregulação de base legal exercida com fundamento no art. 17, §1º, da Lei 6.385/1976. 2.2 Autorregulação de base voluntária: atividades reguladas e entidades autorreguladoras. 3 O modelo de autorregulação brasileiro é adequado? 3.1 Não aderência da autorregulação nacional de base voluntária aos princípios da IOSCO. 3.2 Apontamentos e recomendações do FMI. 3.3 Soluções possíveis. Conclusão. Referências*

## Resumo

O presente artigo tem por objetivo entender se o modelo de autorregulação do mercado de valores mobiliários no Brasil está adequado às melhores práticas internacionais sobre a matéria. O trabalho inicia por uma abordagem do conceito de autorregulação, expondo as principais manifestações do instituto, sua classificação doutrinária e as recomendações da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) a respeito do assunto. É traçado, em seguida, o panorama da autorregulação do mercado de valores mobiliários nacional, salientando-se o recurso, no país, a dois modelos distintos de autorregulação, a Autorregulação de Base Legal e a Autorregulação de Base Voluntária. A realidade brasileira é, então, avaliada à luz dos parâmetros fixados pela IOSCO, concluindo-se, em linha com análise conduzida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que a Autorregulação de Base Voluntária é falha por não propiciar ao regulador estatal – a Comissão de Valores Mobiliários (CMV) – legitimidade para exercer efetiva supervisão sobre as entidades autorreguladoras. Por fim, identifica-se como solução para o problema o aperfeiçoamento do arcabouço normativo vigente, propondo-se a inserção de novo dispositivo na Lei 6.385/1976.

**Palavras-chave:** Autorregulação. Valores mobiliários. IOSCO.

---

\* Procurador do Banco Central. Bacharel em Direito pela UFMG e especialista em Direito Público pela UNB. Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, na Área de Estudo Sistema Financeiro Nacional – negócios, regulação e tutela nos âmbitos administrativo sancionador e penal. E-mail: lucasafreire@yahoo.com.

## *The Brazilian approach to self-regulating the securities market: identifying flaws in the Contractual Self-Regulation*

### *Abstract*

*This article aims at assessing the self-regulation of the Brazilian securities market vis-à-vis the international best practices on the subject. First, it presents the definition and types of self-regulation, how this legal figure is categorized by legal scholars, and which are the recommendations of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) with regards to self-regulation. Then, the article provides an overview of the Brazilian self-regulatory strategy, which is based on two different approaches to self-regulation: Statutory Based Self-Regulation and Contractual Self-Regulation. The conclusion, which is backed by a recent IMF assessment, is that the Contractual Self-Regulation model used in Brazil does not meet the requirements of the IOSCO's recommendations and that the Brazilian legal framework should be reformed to provide the Securities Commission (CVM) with a clear mandate to carry out the proper oversight of self-regulatory organizations.*

**Keywords:** *Self-Regulation. Securities. IOSCO.*

### **Introdução**

O mercado de valores mobiliários brasileiro é integrado por uma vasta gama de agentes econômicos. Aos tradicionais bancos de investimento, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado somam-se administradores e gestores de carteiras, agentes autônomos, analistas e consultores de investimentos, entidades emissoras de valores mobiliários etc. Todos esses participantes têm sua atividade, em algum grau, sujeita à regulação por parte do Estado, especialmente quando consideradas as previsões da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, competindo à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal criada pela citada lei, disciplinar e supervisionar esse segmento da economia.

Regular todos os aspectos do complexo e amplo mercado de valores mobiliários, contudo, exige grandes esforços e recursos financeiros, materiais e humanos nem sempre prontamente disponíveis para a entidade pública competente. À vista dessa realidade, a CVM, de modo semelhante às autoridades de outros países, tem-se valido do apoio dos participantes do próprio mercado para promover a normatização e a fiscalização das atividades que, por lei, estão sob sua responsabilidade. A esse mister regulatório exercido pelos agentes regulados – seja diretamente, seja por meio de entidade que os represente – dá-se o nome de autorregulação.

No Brasil, a Lei 6.385, de 1976, reconhece esse tipo de atuação, prevendo, em seu art. 17, §1º, que bolsas de valores, bolsas de mercadores e futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários possuem legitimidade para “fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nela realizadas”, atuando como “órgãos auxiliares” da CVM. Em relação a esses específicos agentes, o legislador traçou balizas que permitem à autarquia federal acompanhar com proximidade as práticas autorregulatórias por eles desenvolvidas. Por se qualificarem como órgãos “auxiliares” ao Poder

Público, os autorreguladores listados no comando legal referido ficam submetidos ao controle da CVM, que pode deles exigir informações precisas sobre as tarefas conduzidas, impor regras sobre o seu funcionamento e mesmo atuar como instância supervisora de suas decisões.

Grande parcela do mercado de valores mobiliários brasileiro, no entanto, a despeito de se sujeitar às competências regulatórias da CVM, não é alcançada pela hipótese de incidência do art. 17, § 1º, da Lei 6.385, de 1976. Esse fato não impediu que a autorregulação fosse também adotada em relação a tais atividades, valendo-se a autarquia federal, para tanto, de arranjos negociais firmados com entidades representativas de agentes regulados.

Diferentemente do modelo derivado da lei, a autorregulação de base negocial não autoriza a CVM, com força normativa, a exigir que as entidades autorreguladoras adotem estruturas de governança específica voltadas a garantir o tratamento isonômico e imparcial dos agentes regulados, tampouco permite que a autarquia imponha aos autorreguladores regras sobre o acompanhamento e a vigilância das atividades de fiscalização e sancionamento por eles conduzidos. Considerando que expressiva parte do mercado de valores mobiliários nacional se encontra sujeito a esse arranjo autorregulatório, é preciso avaliar se a falta de base legal para que a CVM realize o *oversight* sobre as atividades dos autorreguladores pode acarretar riscos ou obstáculos para a manutenção da solidez e da eficiência desse segmento da economia nacional. Em outras palavras, é necessário identificar se o modelo adotado para realizar a autorregulação de diversas atividades no mercado de valores mobiliários é ou não adequado.

Para encontrar respostas a essas indagações, este artigo partirá da exposição de noções fundamentais sobre a autorregulação, abordando seu conceito, as formas pelas quais o instituto se manifesta e suas principais espécies (autorregulação de base legal e de base voluntária). Espera-se, com isso, estabelecer bases seguras sobre as quais se poderão desenvolver as etapas seguintes do raciocínio. Além disso, ainda no capítulo inicial, com o objetivo de identificar paradigma para a avaliação da estratégia brasileira de autorregulação, serão apresentadas as recomendações de fóros internacionais a respeito da matéria.

Na sequência, o trabalho lançará os olhos sobre a realidade brasileira, demonstrando, com maior nível de detalhamento, como está dividida, no país, a autorregulação no mercado de valores mobiliários. De um lado, a Autorregulação de Base Legal aplicada às específicas parcelas do mercado expressamente citadas pelo art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976; e, de outro, a Autorregulação de Base Voluntária incidente sobre outras atividades alcançadas pela competência legal da CVM.

No capítulo posterior, buscar-se-á verificar a aderência da realidade brasileira às recomendações internacionais sobre o assunto, apresentando-se achados recentes do Fundo Monetária Internacional (FMI) a respeito do modelo de autorregulação nacional no mercado de valores mobiliários. Em seguida, serão ofertadas alternativas voltadas a conferir maior independência e imparcialidade a autorreguladores nacionais, especificamente por meio de avanços legislativos.

Por fim, buscar-se-á sintetizar as discussões realizadas ao longo do artigo e apresentar, ainda que brevemente, os possíveis caminhos a serem trilhados para se garantir que o modelo de autorregulação do mercado de valores mobiliários se amolde aos parâmetros fixados por organismos multilaterais e, com base nisso, reduza os riscos de que autorreguladores atuem sem a necessária autonomia técnica.

## I A autorregulação do mercado de valores mobiliários

A autorregulação é estratégia amplamente difundida ao redor do mundo para se alcançar a disciplina e a supervisão de mercados de valores mobiliários (CARSON, 2011, p. 8). Entender o conceito do instituto, as formas de sua manifestação, suas espécies e as melhores práticas internacionais a ele relacionadas é fundamental para que se tenha um ponto de partida para o exame do modelo brasileiro de autorregulação no mercado de valores mobiliários. Este capítulo buscará, ainda que de forma breve, estabelecer tais bases para a investigação proposta.

### I.1 Conceito e manifestações da autorregulação

A definição de autorregulação passa necessariamente pelo conceito de regulação, afinal aquela seria apenas um modo pelo qual esta seria realizada. A regulação, de maneira ampla, é entendida como um conjunto de atos voltados a organizar e a controlar atividades dos agentes econômicos por meio da imposição de regras (CARSON, 2011, p. 6). Com fundamento nessa genérica concepção, a maioria dos estudiosos, segundo Vital Moreira (MOREIRA, 1997, p. 32), entende que a regulação abrangeria três etapas essenciais, quais sejam: i) a disciplina normativa de uma determinada atividade; ii) a implementação concreta da disciplina normativa, por meio da edição de atos administrativos (autorizações, licenças, permissões etc.); iii) a fiscalização do cumprimento das normas editadas, com a consequente punição dos infratores.

A autorregulação, por sua vez, consiste na atividade regulatória praticada pelos próprios agentes regulados por intermédio de entidade profissional privada da qual participem ou com a qual estabeleçam relacionamento de natureza contratual. Um modelo completo de autorregulação, conforme John Carson, pressupõe que uma entidade autorreguladora (*self-regulatory organization* ou, simplesmente, SRO, seja capaz de exercer todas as etapas essenciais da regulação, como se vê no trecho abaixo (CARSON, 2011, p. 6):

A full-fledged SRO performs three main regulatory functions:

**Rule making:** Establishing rules and regulations governing the conduct of member firms and other regulated persons;

**Supervision:** Supervising members and markets to monitor compliance with the rules;

**Enforcement:** Enforcing compliance with the rules by investigating potential violations and disciplining individuals and firms that violate them.<sup>1</sup>

Compreende-se a autorregulação, pois, como a condução, por entidade profissional privada, do processo voltado a organizar e a controlar as atividades praticadas por agentes econômicos com os quais mantenha relacionamento, manifestando-se sob a forma de normatização de condutas (*rule making*), implementação de regras (autorizações, licenças etc.), supervisão das atividades e, por fim, sancionamento de infratores (*enforcement*).

---

<sup>1</sup> Tradução livre:

“Um autorregulador completo exerce três funções regulatórias principais:

**Produção de normas:** estabelecer normas e regulações sobre a conduta de entidades associadas e outras pessoas reguladas.

**Supervisão:** supervisão dos entes associados e dos mercados, para monitorar a observância das normas aplicáveis;

**Sancionamento:** assegurar a observância das normas aplicáveis por meio da investigação de possíveis irregularidades e aplicação de penalidades às entidades infratoras e aos indivíduos envolvidos.

## 1.2 Espécies de autorregulação

Na introdução deste trabalho, pontuou-se que haveria duas modalidades principais para o exercício da autorregulação, a saber, a Autorregulação de Base Legal e a Autorregulação de Base Voluntária. Em verdade, existem na doutrina especializada diversas classificações propostas para as espécies de arranjos que a autorregulação pode assumir. Como bem pontua Adriano Ferraz (FERRAZ, 2012, p. 73), W.D. Coleman, por exemplo, defende que a autorregulação do mercado de valores mobiliários britânico pode ser subdividida em três distintas modalidades: autorregulação pura,<sup>2</sup> autorregulação negociada<sup>3</sup> e autorregulação delegada.<sup>4</sup> Ainda segundo Ferraz, Maria Mercè Darnaculleta i Gardella, a autorregulação também seria dividida em três tipos, mas sua classificação é diferente daquela preconizada por Coleman, correspondendo ao esquema a seguir (FERRAZ, 2009, p. 74):

- (i) Fomento da autorregulação – são utilizados estímulos para que a sociedade assuma a responsabilidade de minimizar os riscos que gera, podendo ter caráter positivo (v.g., ajudas econômicas) ou negativo (v. g., a ameaça de sanção);
- (ii) Atribuição de Efeitos Públicos para a Autorregulação – consiste na atribuição de concretos efeitos públicos para a autorregulação, cuja gradação denotará o grau de confiança que o Estado nela deposita; e
- (iii) Regulação Pública da Autorregulação – o Estado fixa os fins, os objetivos, os procedimentos de atuação e o estatuto jurídico que devem cumprir as estruturas de autorregulação. Há, portanto, uma aproximação da autorregulação para o regime público.

Vital Moreira, por sua vez, identifica cinco modelos de autorregulação, dos quais três diriam respeito a formas de autorregulação privada, a saber: autorregulação privada pura, autorregulação privada oficialmente reconhecida e a autorregulação pública (MOREIRA, 1997, p. 78 a 81). Os outros dois formatos seriam destinados à correção e à autorregulação por meio de agência reguladora capturada. Adriano Ferraz assim sintetiza a classificação idealizada pelo jurista português:

- (i) Autorregulação Privada – processo pelo qual uma organização profissional privada estabelece e implementa normas e padrões relativos à conduta das empresas do setor. A sujeição é voluntária e as normas são editadas pela própria categoria interessada por meio de uma organização representativa. A sua validade ocorre entre os associados por meio de relação contratual;
- (ii) Autorregulação Privada Oficialmente Reconhecida – possui inúmeras características comuns com a autorregulação privada, dentre as quais: a sua sujeição é voluntária, os organismos interessados possuem natureza privada e a validade das regras e procedimentos existe apenas entre os interessados. Ocorre que existe um reconhecimento público de que o sistema de autorregulação está integrado com a regulação estatal, ou seja, trata-se de uma modalidade de autorregulação por meio da qual um organismo profissional é munido de autoridade formal ou

---

2 A formulação e a implementação regulatórias competiriam às organizações profissionais privadas, sem qualquer interferência ou enquadramento legal.

3 A formulação regulatória seria negociada entre as organizações profissionais privadas e o governo, mas a sua implementação ficaria a cargo exclusivo das organizações.

4 A formulação e a implementação caberiam às organizações profissionais privadas, mediante delegação formal das autoridades públicas e sob sua supervisão.

recebe a incumbência jurídica para regular os assuntos dessa atividade e impor padrões ou normas para a condução das suas atividades. Trata-se de uma forma de autorregulação fomentada pelo Estado, que pode ocorrer de três formas: (i) o Estado estabelece os procedimentos para a criação de normas, cujo conteúdo é de inteira responsabilidade das entidades privadas; (ii) o Estado estabelece os procedimentos para a criação de normas e certas diretivas, devendo o conteúdo ser elaborado por entidades privadas de acordo com essas diretrizes; e (iii) o Estado torna as normas de produção privada obrigatórias para todo o setor;

(iii) Autorregulação Pública – é exercida por organismos de representação profissionais dotados de estatuto jurídico-público. Assim, ela é legalmente estabelecida, possuindo esses organismos poderes típicos de autoridade pública (são exemplos as ordens profissionais);

(iv) Co-regulação – ocorre com a conjugação entre a regulação estatal e a autorregulação das entidades profissionais. Pode ocorrer de várias formas, ora tendendo para a regulação estatal e ora para a autorregulação; e

(v) Autorregulação por meio de Agência Reguladora Capturada – ocorre quando uma agência reguladora estatal está “presa” a uma profissão regulada, uma vez que a agência é apenas um instrumento dela. Ocorre, por exemplo, quando a agência é um organismo público (instituído por lei), mas os seus membros de direção devem ser escolhidos somente entre os profissionais.

Adriano Ferraz bem percebe que o elemento diferenciador dos tipos de autorregulação listados por Vital Moreira é o “grau de influência do Estado na autorregulação” (FERRAZ, 2012, p. 75). Forte nessa conclusão, o autor mineiro argumenta que uma classificação adequada do fenômeno em questão poderia se basear unicamente na presença ou não do Estado no arranjo, de sorte que a eleição de dois tipos autorregulatórios seria suficiente para descrever, de modo objetivo, a autorregulação do mercado de valores mobiliários. Nessa linha, Ferraz lança luzes sobre a classificação bipartite proposta por Marcelo Trindade e Aline Menezes Santos, a qual é apresentada na obra desses autores da seguinte maneira (TRINDADE, SANTOS, 2009, p. 11):

Do ponto de vista de sua origem **existem dois grandes sistemas de auto-regulação**: o de base voluntária (**auto-regulação voluntária ou privada**) e a que se exerce por imposição legal (**auto-regulação de base legal ou pública**). [...] a auto-regulação é privada (ou de base voluntária) **quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização**, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na auto-regulação pública (ou de base-legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal. [Não grifado no original]

A divisão do fenômeno autorregulatório em dois grandes grupos, categorizados segundo a presença ou não do Estado no arranjo, a despeito de sua simplicidade quando comparada a modelos pensados por outros autores, parece-me capaz de atingir as precípuas finalidades de qualquer classificação de institutos jurídicos, quais sejam: (i) identificar os elementos que diferenciam, em termos de estrutura e efeitos, o instituto classificado de outros que também integram o mundo jurídico; e (ii) viabilizar sua compreensão pelos operadores e destinatários do Direito. Desse modo, filio-me à corrente defendida por Adriano Ferraz, para quem uma classificação adequada da autorregulação pressupõe a presença de apenas duas modalidades, definidas segundo a participação ou não do Poder Público no esquema, a saber, a autorregulação de base legal e a autorregulação de base voluntária, assim descritas pelo autor (FERRAZ, 2011, p. 76-77):

- (i) Autorregulação de Base Legal – é a autorregulação realizada por entidades profissionais privadas que estabelecem e implementam normas e padrões relativos a seus associados, **mas existe alguma forma de interferência do Estado**. De acordo com a forma de intervenção do Estado teremos duas espécies: a) Originária, ocorre quando há delegação formal das autoridades públicas de poderes para as organizações profissionais privadas; e a b) Derivada, ocorre quando o Estado torna as normas de produção privada obrigatórias para determinado setor; e
- (ii) Autorregulação de Base Voluntária – é a autorregulação denominada como pura por Coleman, privada por Vital Moreira ou *Self-Regulation*, por meio da qual entidades profissionais privadas estabelecem e implementam normas e padrões relativos a seus associados sem que haja interferência do Estado, sendo a sujeição voluntária e a relação contratual.

O presente trabalho, portanto, divide a autorregulação em Autorregulação de Base Legal e Autorregulação de Base Voluntária. Essa classificação, como se verá a seguir, fornecerá a base necessária para a avaliação do modelo de autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente no que se refere à parcela do mercado que atualmente se encontra submetida à Autorregulação de Base Voluntária.

### 1.3 Modelo recomendado de autorregulação – Os princípios da IOSCO

Antes de expor e de examinar a autorregulação do mercado de valores mobiliários nacional, é relevante conhecer o que os foros dedicados ao estudo e à discussão da regulação dos mercados de capitais têm recomendado a respeito da autorregulação. A principal organização voltada a ditar padrões de âmbito global para o setor de valores mobiliários é a IOSCO. A entidade, sediada na Espanha, congrega reguladores responsáveis por mais de 95% dos mercados de valores mobiliários e que são oriundos de mais de 130 países, entre os quais se inclui a brasileira CVM. Desenvolver, implementar e promover a aderência a parâmetros internacionalmente reconhecidos para a regulação dos mercados de capitais são as principais atividades a que se dedica a IOSCO (IOSCO, 2021).

O principal expediente editado pela IOSCO é intitulado *The Objectives and Principles of Securities Regulation*, o qual teria sido considerado pelo G20 e pelo *Financial Stability Board* (FSB) como veiculador de relevantes *standards* para a indústria de valores mobiliários (IOSCO, 2021). O documento, cuja versão mais recente é de maio de 2017, está estruturado em dez conjuntos específicos de princípios, enumerados das letras “A” a “J”. A autorregulação é tratada na letra “B”, designada *Principles for Self Regulation* (ou Princípios para a Autorregulação, em tradução livre), com o seguinte teor:

#### B. Principles for Self-Regulation

9 Where the regulatory system makes use of Self-Regulatory Organizations (SROs) that exercise some direct oversight responsibility for their respective areas of competence, such SROs should be subject to the oversight of the Regulator and should observe standards of fairness and confidentiality when exercising powers and delegated responsibilities.<sup>5</sup>

---

5 Tradução livre: “Nas hipóteses em que o sistema regulatório utiliza entidades de autorregulação para exercer algumas funções de supervisão em matérias de competência do estatal, tais entidades de autorregulação devem estar submetidas à supervisão do regulador e devem observar regras de justiça e de confidencialidade no exercício das funções que lhe são delegadas.”

No âmbito da autorregulação, como se vê, a IOSCO estabelece como padrão a ser seguido pelas diversas jurisdições a submissão das entidades autorreguladoras (*Self-Regulatory Organizations* – SROs, na sigla em inglês) à supervisão do regulador estatal. Prevê, ainda, que a autorregulação seja exercida sobre os regulados segundo parâmetros de justiça e de confidencialidade. Há evidente preocupação do organismo internacional com o modo pelo qual a autorregulação é implementada nos países que optem por essa estratégia regulatória. É preciso assegurar que as SROs não sejam utilizadas como simples biombos para a defesa de interesses dos agentes econômicos que representam ou como instrumentos capturados por alguns dos participantes para impor seus interesses aos demais. Por isso, a IOSCO recomenda que o regulador público acompanhe de perto as atividades dos autorreguladores, de modo que possa atuar prontamente para corrigir desvios, suprir omissões e prestar orientação quando necessário.

Em documento editado em 2008 (IOSCO 2008, p. 29-36),<sup>6</sup> ainda sob a vigência de versão anterior do *The Objectives and Principles of Securities Regulation*, a IOSCO estabeleceu que programas de supervisão (*oversight*) de entidades autorreguladoras, para que sejam aderentes às recomendações da organização internacional sobre autorregulação do mercado de valores mobiliários, deveriam ter as seguintes finalidades precípuas:

- ▶ assegurar que os autorreguladores adotem políticas e procedimentos de governança corporativa apropriados e observem esses procedimentos e políticas;
- ▶ assegurar que as regras baixadas por autorreguladores efetivamente disponham sobre a matéria pela qual o autorregulador se responsabilizou e que tais regras sejam equilibradas e justas;
- ▶ avaliar se as responsabilidades regulatórias e de gestão de risco da entidade autorreguladora são efetivamente cumpridas, inclusive se os sistemas e processos desenvolvidos pelo autorregulador preenchem os padrões exigidos para o desempenho adequado de suas funções;
- ▶ assegurar que o autorregulador é capaz de identificar conflitos de interesse e de lidar com tais conflitos porventura encontrados;
- ▶ identificar, no mercado, as falhas e demais pontos que requeiram resposta do autorregulador.

As melhores práticas internacionais sobre autorregulação exigem, portanto, não apenas capacidade do regulador de exercer supervisão sobre as entidades autorreguladoras, conforme o Princípio 9 da IOSCO, mas estabelecem que essa supervisão assegure a atuação imparcial e técnica do autorregulador – seja por meio da fixação de regras adequadas de governança corporativa ou sobre o enfrentamento de conflitos de interesse –, o desempenho eficiente da atividade de autorregulação e o tratamento justo e equilibrado dos agentes econômicos submetidos à supremacia dos autorreguladores.

Conhecidas, pois, as recomendações do fórum internacional responsável por promover a regulação eficiente e adequada dos mercados de capitais, é preciso voltar os olhos para o ordenamento jurídico brasileiro. O Brasil, que tem uma de suas autarquias federais (a CVM) integrando a IOSCO e que faz parte do G20 (conjunto de países que, como visto acima, reconhece a relevância de que sejam observadas as recomendações da IOSCO), observa adequadamente os princípios daquele organismo relacionados à autorregulação das atividades praticadas no mercado de valores mobiliários? Essa é questão a que se buscará responder nos capítulos seguintes.

6 O documento é intitulado *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* e tem por objetivo orientar as instâncias competentes a avaliar se determinados países estão ou não observando os princípios e os objetivos da regulação dos mercados de valores mobiliários estabelecidos pela IOSCO no expediente anteriormente citado.

## 2 A autorregulação do mercado de valores mobiliários no Brasil

Uma ampla gama de agentes econômicos presta serviços no mercado de capitais, exercendo atividades diversas, sendo por vezes nebulosos os limites demarcatórios de cada uma. O principal regulador do segmento, a CVM, apesar de legalmente habilitado a agir basicamente sobre todas as esferas desse mercado, carece de recursos técnicos, financeiros e humanos para dar cabo da regulação de tão complexa e multifacetada realidade. Diante disso, o Brasil lançou mão da internacionalmente reconhecida estratégia de atribuir a entidades autorreguladoras parte do mister regulatório, as quais passaram a auxiliar o Estado no desempenho dessa tormentosa tarefa.

Como assinalado *ut supra*, a realidade nacional abraçou as duas espécies de autorregulação definidas no capítulo anterior; ou seja, utiliza-se o Brasil tanto da autorregulação de base legal quanto da autorregulação de base voluntária. Examinemos, pois, cada uma dessas estratégias regulatórias separadamente.

### 2.1 Autorregulação de base legal exercida com fundamento no art. 17, §1º, da Lei 6.385/1976

A autorregulação de base legal do mercado de valores mobiliários brasileiro encontra fundamento expresso no art. 17, § 1º, da Lei 6.386, de 1976, dispositivo que apresenta a seguinte redação:

Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, **operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.**

§ 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. [Não grifado no original]

Como se percebe da simples leitura do dispositivo, atribui-se a **alguns agentes integrantes** do mercado de valores mobiliários a legitimidade para atuar como “órgãos auxiliares” da CVM, podendo fiscalizar pessoas que atuam nos ambientes por eles controlados, bem como as operações ali realizadas. A competência é restrita às entidades que viabilizam espaços (reais ou virtuais) para a negociação de ativos (bolsas e mercados de balcão organizados) ou para a liquidação e compensação de ativos transacionados (*clearings* de valores mobiliários).

Nos dias atuais, após o processo de desmutualização das bolsas de valores e de concentração dos ambientes de negociação de valores mobiliários e de compensação e liquidação de operações realizadas com esses ativos na B3, as atividades de autorregulação fundadas no art. 17, § 1º, da Lei 6.385, de 1976, estão reunidas em uma entidade específica, a BSM Supervisão de Mercados (BSM) (BSM, 2021). Qualificando-se a atividade a cargo da BSM como Autorregulação de Base Legal, a CVM encontra farto espaço para exercer *oversight* sobre autorregulador, que, afinal, na dicção da própria lei, corresponde a um “órgão auxiliar” da autarquia federal.

A Instrução CVM 461, de 2007, que disciplina “os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de

mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado” revela, com clareza, o exercício de controle próximo da CVM sobre as entidades autorreguladoras dos chamados “mercados organizados”, categoria em que se insere a B3 e seu braço autorregulador BSM. O Capítulo IV do normativo cuida especificamente da “Auto-regulação [sic] dos Mercados Organizados de Valores Mobiliários”, estabelecendo regras sobre: i) a governança do processo autorregulatório (existência obrigatória, na entidade autorreguladora, de departamento de autorregulação, de diretor de autorregulação e de conselho de autorregulação, os quais devem guardar autonomia em relação a outros órgãos estatutários da entidade, conforme arts. 36 a 41; ii) a prestação de informações à CVM (arts. 44 e 45); e iii) a aplicação de penalidades aos autorregulados (prevendo-se, inclusive, o cabimento de recurso à autarquia das decisões tomadas pelo conselho de autorregulação, nos termos do art. 49, §3º).

Com base na disciplina da Instrução CVM 461, de 2007, a BSM estabeleceu estrutura de governança específica para lidar com as atividades de *enforcement* no âmbito da entidade, contando com conselho de supervisão integrado, em sua maioria, por membros classificados como independentes (BSM, 2020, p. 12). Além disso, a entidade fixou regras para a condução de processos administrativos disciplinares contra autorregulados infratores, dos quais podem resultar a imposição de sanções diversas, como a advertência, a multa, a suspensão (prazo de até 90 dias) e a inabilitação temporária (prazo de até 10 anos) (BSM, 2020, p. 45). Em termos de resultados, no entanto, os números apresentados pela BSM a respeito de sua atividade persecutória parecem bastante tímidos. Durante todo o ano de 2020, por exemplo, foram encerrados apenas quatro processos disciplinares, dos quais dois terminaram em absolvição dos envolvidos e dois acarretaram a imposição de multa aos acusados (BSM, 2020, p. 46).

Em princípio, lançando-se os olhos apenas para o comando legal destacado (art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976) e para as regras fixadas no normativo da CVM, tem-se a nítida impressão de que a Autorregulação de Base Legal do mercado de valores mobiliários brasileiro viabiliza que o regulador estatal promova a adequada supervisão da entidade responsável por autorregular os “mercados organizados” de valores mobiliários. Não apenas são impostas regras de governança voltadas a assegurar a atuação técnica e independente dos órgãos e pessoas encarregados de exercer a autorregulação, mas se assegura à CVM controle sobre os processos de fiscalização e amplo conhecimento sobre as atividades desenvolvidas pelo autorregulador.

A despeito dos números poucos expressivos ostentados pela autorreguladora BSM no âmbito das atividades de aplicação de sanções por ela conduzidas, a autarquia federal está habilitada a conduzir, com firme embasamento legal, o *oversight* do autorregulador.

## 2.2 Autorregulação de base voluntária: atividades reguladas e entidades autorreguladoras

Estando-se diante de realidade que exige do Estado o recurso a autorreguladores privados para que se discipline e supervisione adequadamente o mercado, e considerando que apenas as entidades citadas expressamente no art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, podem ser submetidas à Autorregulação de Base Legal, foi preciso lançar mão de outra estratégia que aplicasse a autorregulação às demais parcelas do mercado de valores mobiliários brasileiro. Tal estratégia consistiu no uso da Autorregulação de Base Voluntária, arranjo que, consoante visto *ut supra*, pressupõe a submissão volitiva de agentes econômicos à supremacia de entidade profissional, seja por meio do ingresso nos quadros associativos da entidade (em geral, uma associação), seja por meio de ajuste contratual

com ela firmado (adesão a arcabouço regulatório específico elaborado pela autorreguladora, o qual se costuma denominar de “código de conduta”) (GOBBI, 2011, p. 41-59).

Nos arranjos autorregulatórios de base voluntária, a CVM, à míngua de prerrogativa legal que lhe autorize, unilateralmente, a impor regras e a exigir comportamentos do autorregulador, pode celebrar esse convênio ou instrumento semelhante, mediante o qual “credencia” entidades profissionais privadas a atuar como espécie de *longa manus* da autarquia, exercendo atividades que, em princípio, haveriam sido reservadas ao xerife do mercado de capitais nacional.

Exemplos de arranjos desse jaez são colhidos aos racimos no segmento dos valores mobiliários. Os agentes autônomos de investimento, figuras que só podem atuar no mercado caso devidamente registrados da CVM (art. 16, parágrafo único, da Lei 6.385, de 1976), recebem seu credenciamento de entidade profissional privada, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (Ancord), nos termos do art. 6<sup>o</sup> da Resolução CVM 16, de 2021.<sup>8</sup>

Os analistas de valores mobiliários, por sua vez, também necessitam de credenciamento para exercer regularmente suas atividades. Essa exigência tem amparo legal (art. 27 da Lei 6.385, de 1976<sup>9</sup>) e está disciplinada na Resolução CVM 20, de 2021,<sup>10</sup> que dispõe que o credenciamento desses profissionais será realizado por “entidades autorreguladoras” que comprovem contar com “estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas” naquela resolução e “estrutura de autorregulação que conte com capacidade técnica e independência”. A entidade autorreguladora que atualmente realiza o credenciamento dos analistas de valores mobiliários é a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec).

Os maiores exemplos da manifestação da Autorregulação de Base Voluntária no mercado de valores mobiliários brasileiro, contudo, são, sem dúvida, as atividades desempenhadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima). As funções autorregulatórias da Anbima abrangem não apenas o credenciamento de agentes para atuar no mercado de capitais (mister de que a entidade também se ocupa), alcançando regras sobre a administração e a gestão de fundos de investimento, a custódia de ativos, as ofertas públicas de valores mobiliários, a negociação de instrumentos financeiros e a distribuição de produtos no segmento de varejo (Anbima, 2021). Essas regras são compiladas em códigos de conduta, aos quais aderem os participantes do mercado interessados em atuar nos segmentos por eles regulados. Atualmente, a Anbima conta com 284 entidades associadas, 1.125 instituições aderentes a seus códigos de conduta e 156.831 profissionais certificados atuando em empresas certificadas pela autorreguladora (Anbima, 2021). Como se vê, a instituição mantém sob sua responsabilidade expressiva parcela do mercado de valores mobiliários.

De modo semelhante à BSM, a Anbima também se ocupa das tarefas de supervisionar e de punir os agentes econômicos submetidos à sua supremacia especial, aplicando regras processuais próprias na análise e no julgamento de supostos infratores e celebrando termos de compromissos com os envolvidos, nos casos cabíveis. Nesse campo, a entidade tem apresentado profícua atuação. Conforme demonstram os *Relatórios de Supervisão* publicados semestralmente pela Anbima, o *enforcement* de suas regras de autorregulação tem sido exercido de modo abundante, superando em

7 Art. 6<sup>o</sup> O credenciamento de agentes autônomos de investimento e das pessoas jurídicas por eles constituídas na forma do art. 2<sup>o</sup> é feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM, na forma dos arts. 7<sup>o</sup> e 8<sup>o</sup> desta Resolução.

8 Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga a Instrução CVM 497, de 3 de junho de 2011; a Instrução CVM 515, de 29 de dezembro de 2011; e a Instrução CVM 610, de 5 de agosto de 2019.

9 Art. 27. A Comissão poderá fixar normas sobre o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários.

10 Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM 633, de 6 de julho de 2010; e a Instrução CVM 598, de 3 de maio de 2018.

muito os números apresentados pela BSM. Apenas no primeiro semestre de 2021, o autorregulador expediu 711 cartas de orientação, com caráter educativo, para seus regulados e aplicou mais de 130 multas por descumprimento de regras constantes de seus códigos de conduta.

A estratégia de que se vale a CVM para manter proximidade dos trabalhos levados a cabo pela Anbima consiste no uso dos já citados convênios. Por meio desses instrumentos negociais, busca a autarquia federal evitar a sobreposição de atividades regulatórias (incluindo as de supervisão e sancionamento) e ter pronto acesso às informações colhidas e produzidas pelo autorregulador. Nesse sentido, foram firmados entre as partes convênios para o aproveitamento da autorregulação na indústria de fundos (Anbima, 2018), para a adoção de procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (Anbima, 2008), para a aplicação de penalidades e celebração de termos de compromisso, bem como para a cooperação e para a implementação e divulgação de índices de *hedge funds* (Anbima, 2007).

Traçado esse breve panorama das atividades submetidas à Autorregulação de Base Voluntária do mercado de valores mobiliários brasileiro, percebe-se que, apesar de não poder lançar mão de prerrogativas legais para lidar com autorreguladoras não apontadas no art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, a CVM buscou o auxílio de entidades representativas profissionais para enfrentar a regulação de muitos aspectos do mercado sob sua supervisão. A fixação, em normativos próprios e/ou em convênios, de balizas para o relacionamento a ser mantido com essas instituições **aparenta** conferir ao xerife do mercado de capitais a capacidade de exigir dos autorreguladores a observância de parâmetros mínimos capazes de garantir que exercerão seus misteres de modo imparcial e técnico. No entanto, seria tal arranjo suficiente para cumprir os propósitos dele esperados?

### 3 O modelo de autorregulação brasileiro é adequado?

As exposições feitas no capítulo anterior identificaram relativa robustez no arcabouço normativo da autorregulação de determinadas parcelas do mercado de valores mobiliários. O texto do art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, que classifica como “órgãos auxiliares” da CVM específicos agentes econômicos, somado ao normativo da autarquia que disciplina o relacionamento do regulador estatal com o autorregulador (Instrução CVM 461, de 2007), estabelece sistema, ao menos em tese, capaz de assegurar um *oversight* adequado do xerife do mercado de capitais sobre a entidade encarregada de regular os chamados “mercados organizados”. A Autorregulação de Base Legal, em princípio, não haveria de ser foco de preocupações para qualquer observador interessado em aferir a higidez e a segurança do mercado de valores mobiliários nacional.

Quanto aos demais agentes e atividades do vasto segmento econômico aqui discutido, as certezas se dissipam. Existem, como se viu, estruturas erigidas para promover um regime de autorregulação eficiente e seguro nesses substanciais nacos do mercado. Tais estruturas, contudo, à mingua de suporte legal expresso, baseiam-se, de um lado, no caráter voluntário da submissão de agentes econômicos ao autorregulador e, de outro, em relacionamento de ordem negocial entre o autorregulador e a CVM. A Autorregulação de Base Voluntária, no Brasil, desponta, pois, como *locus* de preocupação. Aferir sua capacidade para garantir o exercício imparcial e técnico dos autorreguladores é de fundamental relevância.

O presente trabalho não tem a pretensão de propor métrica para a avaliação da eficiência e dos resultados alcançados com a autorregulação feita à margem do art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976. Semelhante empreitada demandaria esforços e instrumentos que superam, em muito, os objetivos

de um conciso artigo científico. A avaliação sobre a adequação ou não do modelo brasileiro de Autorregulação de Base Voluntária se limitará ao exame da aderência desse modelo às melhores práticas internacionais sobre a matéria. O resultado dessa análise, que utilizará como paradigma recomendações feitas por foro especializado em estudar e promover a segurança e a eficiência da regulação dos mercados de capitais, poderá indicar se as autoridades brasileiras estão trilhando até aqui um bom caminho para lidar com o tema.

### 3.1 Não aderência da autorregulação nacional de base voluntária aos princípios da IOSCO

No Capítulo 1.3, *ut supra*, afirmou-se que o principal foro de discussões e de proposição de *standards* para a regulação dos mercados de capitais, qual seja, a IOSCO – entidade da qual participa a CVM –, propõe em seu principal documento, intitulado *The Objectives and Principles of Securities Regulation*, princípio específico para orientar a adoção de estratégias autorregulatórias pelas diferentes jurisdições. No subitem “B”, como visto anteriormente neste trabalho, o referido expediente internacional cuida dos chamados “princípios da autorregulação”. A versão de 2017 do documento agrupa todos esses princípios sob o item 9, no qual se prescreve, textualmente, que, quando determinado sistema regulatório fizer uso de arranjos de autorregulação, as entidades responsáveis por exercer atividades autorregulatórias deverão se submeter à supervisão (*oversight*) do regulador estatal.

Também como já apontado acima, tal supervisão deve, segundo orientações da própria IOSCO (IOSCO, 2008, p. 29-36), ser capaz de assegurar, entre outros elementos, que os autorreguladores adotem políticas e procedimentos de governança apropriados ao exercício imparcial e isonômico de suas atribuições autorregulatórias, e que conflitos de interesse sejam prontamente identificados e resolvidos. Além disso, deve-se garantir que os misteres de supervisão a cargo da entidade autorreguladora sejam exercidos de modo efetivo, avaliando-se se estão à sua disposição instrumentos adequados à realização de fiscalizações e, especialmente, de sancionamento de infratores.

À vista desses parâmetros, parece claro que, no âmbito da Autorregulação de Base Voluntária, faltam ao regulador nacional capacidade para exercer, de modo completo e segundo as exigências da IOSCO, o *oversight* dos autorreguladores. As resoluções da CVM que tratam, por exemplo, do registro de agentes autônomos de investimento e de analistas de valores mobiliários (Resolução CVM 16, de 2021; e Resolução CVM 20, de 2021), a despeito de estabelecerem alguns requisitos para que uma entidade se credencie para atuar como autorreguladora, não impõem regras específicas sobre a governança corporativa das futuras credenciadas, tampouco fixam padrões robustos para as atividades de fiscalização e de sancionamento a serem conduzidas pelos parceiros privados da CVM.

Ancord e Apimec, entidades atualmente credenciadas para exercer as funções autorregulatórias em discussão, são associações profissionais de classe, ou seja, integradas por agentes econômicos que atuam nos segmentos por elas regulados. A fixação de regras voltadas ao estabelecimento de instâncias autônomas no âmbito dessas associações para lidar com autorregulação (com faz a Instrução CVM 461, de 2007, em relação à BSM) aproximaria a realidade brasileira dos padrões traçados nos princípios dos *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

Esse mesmo raciocínio pode ser aplicado à Anbima, que realiza diversas atividades autorregulatórias fora do estreito escopo do art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976. A ausência de amparo legal específico torna o relacionamento do regulador com essa potente entidade autorreguladora

dependente de arranjos negociais (os citados convênios) e, à primeira vista, impede a CVM de impor à entidade privada em apreço arranjos de governança especiais, voltados a promover a independência e a imparcialidade de seus órgãos dedicados a funções autorregulatórias (sejam essas funções normativas, de fiscalização ou de sancionamento).

### 3.2 Apontamentos e recomendações do FMI

O diagnóstico preliminar traçado acima sobre a não aderência da Autorregulação de Base Voluntária do mercado de valores mobiliários brasileiro aos preceitos definidos pela IOSCO é compartilhado por outro foro multilateral do qual faz parte do Brasil. O FMI, entidade que se caracteriza como organização internacional cuja missão é assegurar o bom funcionamento do sistema financeiro global, por intermédio da promoção da cooperação monetária internacional, da estabilidade cambial e do crescimento econômico (BCB, 2021), realiza periodicamente missões de avaliação do setor financeiro de países membros da instituição (FMI, 2021). A tal programa de avaliações, dá-se o nome de *Financial Sector Assessment Program* (FSAP), o qual, no Brasil, tem sido aplicado com periodicidade quinquenal.

Na última avaliação realizada no país, no ano de 2017, os inspetores do FMI dedicaram parte de seu trabalho à autorregulação do mercado de valores mobiliários. Foi examinada especificamente a atuação da Anbima na autorregulação dos fundos de investimento. Os achados do Fundo sobre o tema estão assim sintetizados no item 47 do relatório do FSAP, publicado em 2018 (FMI, 2018, p. 27):

47. While the regulatory framework for investment funds in Brazil is robust, institutional arrangements should allow CVM proper oversight of ANBIMA's SRO activities with respect to the investment fund sector. **The lack of a statutory basis for ANBIMA's role means CVM is unable to oversee or take due account of what ANBIMA does.** The two entities cooperate relatively closely on the development of the regulatory framework, but ANBIMA is completely independent for the purposes of its supervisory and enforcement activity. The CVM is not represented in any of ANBIMA's decision-making bodies, nor does it provide input to the developments of ANBIMA's supervisory activities." [Não grifado no original]

É possível ver que o FMI, a despeito de reconhecer a existência de arcabouço legal robusto para a regulação dos fundos de investimento no Brasil, aponta que faltam, no ordenamento jurídico local, arranjos institucionais que permitam à CVM promover a supervisão adequada sobre os trabalhos realizados pela Anbima nesse segmento do mercado. A principal crítica do organismo internacional se concentra na ausência de “base legal” para definir o papel desempenhado pela entidade autorreguladora. Desse vácuo normativo, derivariam a falta de representatividade da autarquia federal nos órgãos decisórios do autorregulador e a inexistência da capacidade estatal de apresentar *inputs* no âmbito da supervisão conduzida pela Anbima.

Nesses termos, mesmo ciente do arranjo regulatório e negocial (via convênios) mantido entre a entidade autorreguladora e o xerife do mercado de capitais – o qual, como comentado *ut supra*,

II Tradução livre: “Ao tempo em que o arcabouço regulatório dos fundos de investimento no Brasil se mostra robusto, arranjos institucionais deveriam autorizar a CVM a promover a adequada supervisão das atividades autorregulatórias desempenhadas pela ANBIMA no âmbito dos fundos de investimento. **A falta de base legal para a atuação da ANBIMA impede a CVM de avaliar ou levar em conta o que a atuação daquela entidade.** As duas instituições atuam de modo relativamente próximo no desenvolvimento do arcabouço regulatório, mas a ANBIMA é completamente independente no que diz respeito a sua atuação de supervisão e de aplicação de sanções. A CVM não tem representantes em nenhuma instância decisória da ANBIMA, tampouco apresenta sugestões quanto à atividade de supervisão da autorreguladora.”

aparentava conferir à CVM algum grau de controle sobre a atuação da Anbima –, o FMI entendeu que ainda seria preciso robustecer a posição da autarquia federal, conferindo-lhe mandato legal para lidar com o assunto. Confirma-se a recomendação que o organismo internacional apresentou ao Brasil, para cumprimento no curto prazo, como decorrência dessa conclusão sobre o modelo de autorregulação dos fundos de investimentos:

Strengthen enforcement function of CVM by raising the level of sanctions and ensuring adequate resources for prosecution; **strengthen cooperation allowing CVM proper oversight of ANBIMA's SRO activities in the investment fund sector.**<sup>12</sup> [Não grifado no original]

Aos olhos do FMI, que leva em consideração em suas avaliações os parâmetros definidos pelos principais foros internacionais competentes em matéria financeira (a exemplo da IOSCO e do FSB),<sup>13</sup> a Autorregulação de Base Voluntária utilizada pelo Brasil na regulação do mercado de fundos de investimento ostenta arranjo institucional falho, faltando base legal para definir adequadamente o papel e as responsabilidades da entidade autorreguladora quanto ao tema. Considerando que o modelo aplicado à indústria de fundo de investimentos é semelhante às demais hipóteses de Autorregulação de Base Voluntária presentes em nossa realidade, pode-se inferir que o problema não está adstrito a essa parcela do mercado de valores mobiliários. Em princípio, toda a autorregulação realizada fora do suporte fático do art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, apresentaria o problema de *lack of a statutory basis* apontado pelo FMI.

### 3.3 Soluções possíveis

Verificada a inconsistência do modelo de Autorregulação de Base Voluntária do mercado de valores mobiliários com as melhores prática internacionais, pode-se concluir, segundo o critério adotado no início deste Capítulo, que as autoridades brasileiras não têm utilizado a melhor estratégia para regular boa parte desse segmento da economia nacional. Avanços são, portanto, necessários.

O ponto de partida para as mudanças pode ser retirado das conclusões do FMI a respeito da autorregulação dos fundos de investimento. Se a falta de base legal para a atuação da Anbima é o ponto central da fragilidade do arranjo brasileiro, que a solução se inicie por pontual, mas relevante, reforma normativa.

Como visto anteriormente, a Autorregulação com Base Legal, fundada no art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, parece ter dado origem a um modelo regulatório mais robusto, que viabilizou o estabelecimento de regras claras sobre a governança corporativa da entidade autorreguladora e

<sup>12</sup> Tradução livre: “

Fortalecer a capacidade de supervisão da CVM mediante o incremento das sanções por ela aplicáveis e da garantia de recursos adequados para a persecução administrativa; **fortalecer a cooperação, autorizando a CVM a realizar a adequada supervisão das atividades autorregulatórias da ANBIMA sobre os fundos de investimento.**”

<sup>13</sup> Confirma-se, a esse respeito, a afirmação que consta do sítio eletrônico do FSB: “*The Principles [Objectives and Principles of Securities Regulation], which are an agreed set of high-level global standards outline the basis of an appropriate, effective and robust securities regulatory system, therefore their proper implementation by securities regulators is critical to the creation and maintenance of a sound global regulatory system. The Principles also play an important role in promoting a sound global financial regulatory system through their use by the International Monetary Fund (IMF) and World Bank assessors in the performance of the securities sector element of country Financial Sector Assessment Programs.*” [Não grifado no original] (FSB, 2017). Tradução livre: “Os Princípios [Objetivos e Princípios da Regulação dos Valores Mobiliários], que são um conjunto de padrões globais de conduta de alto nível definido por acordo, estabelecem as bases para um adequado, efetivo e robusto sistema regulatório dos valores mobiliário; sua correta implementação por reguladores de valores mobiliários é, portanto, indispensável para a criação e a manutenção de um sólido arcabouço regulatório global. Os Princípios têm ainda um papel importante na promoção de um sólido arcabouço de regulação financeira global, na medida em que **são utilizados por assessores do Fundo Monetário Internacional (FMI)** e do Banco Mundial como parâmetro para a avaliação do mercado de valores mobiliários no bojo dos Programas de Avaliação do Sistema Financeiro.”

sobre o acompanhamento de suas atividades pela CVM. Esse arranjo tem seu desenho veiculado na muito citada Instrução CVM 461, de 2007. A extensão da hipótese de incidência do art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976, a todas as atividades regulatórias sob competência da CVM seria, nesse sentido, opção a ser considerada pelas autoridades nacionais. Abandonar-se-ia a Autorregulação de Base Voluntária e abraçar-se-ia integralmente o modelo fundado na lei.

Nada obstante, uma vez que a alternativa proposta consiste na promoção de mudança normativa, tem-se que seria apropriado que o Brasil utilizasse a oportunidade para aperfeiçoar as regras aplicáveis também no âmbito da Autorregulação de Base Legal, hoje presas a texto editado ainda nos anos 1970, quando o mercado de valores mobiliários ostentava características muito distintas. Propõe-se, nesse sentido, reforma normativa capaz de robustecer todo o sistema da autorregulação do mercado, inserindo-se na Lei 6.385, de 1976, dispositivo nos moldes a seguir:

Art. As entidades profissionais privadas constituídas por participantes do mercado de valores mobiliários poderão atuar como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, supervisionando as atividades de seus correspondentes membros e das pessoas que venham a aderir aos códigos de conduta por elas baixados.

§1º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá os critérios para autorização de entidades profissionais privadas a atuar como órgãos auxiliares nos termos do **caput**, disciplinando, inclusive os deveres a serem observados após a autorização.

§2º As entidades autorizadas para atuar como órgãos auxiliares nos termos deste artigo ficarão sujeitas a regras especiais de governança corporativa estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

O texto normativo ora proposto, seria, em princípio, capaz de alcançar dois objetivos: (i) solucionar a deficiência identificada no modelo de Autorregulação de Base Voluntária, na medida em que viabilizaria, com força legal, que a CVM realizasse o adequado *oversight* das atividades de entidades autorreguladoras que hoje escapam do comando do art. 17, §1º, da Lei nº 6.385, de 1976; e (ii) traria maior clareza e segurança para o atual modelo de Autorregulação de Base Legal, que, apesar de demonstrar robustez, apoia-se em dispositivo legal já arcaico, desenhado para atender às necessidades de mercado bem menos complexo e desenvolvido que o atual.

## Conclusão

O presente artigo partiu de inquietações sobre o modelo de autorregulação adotado no país para a disciplina e a supervisão de largas parcelas de seu complexo e multifacetado mercado de valores mobiliários. O trabalho se propôs, assim, a explorar a estratégia de regulatória fundada em bases tipicamente voluntárias, de modo a avaliar se ela seria capaz de garantir o exercício independente e imparcial das funções do autorregulador.

Nesse sentido, após analisar o conceito, as formas de manifestação e as espécies de autorregulação (definindo-se, quanto a esse aspecto, a eleição de classificação bipartite do fenômeno), e traçar um panorama do cenário da autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro (expondo-se a clara dicotomia entre os espaços submetidos à Autorregulação de Base Legal e à Autorregulação de Base Voluntária), entendeu-se por bem utilizar como parâmetro para a avaliação da qualidade do arranjo autorregulatório brasileiro as recomendações sobre melhores práticas regulatórias de

mercados de capitais editadas pela IOSCO. Buscou-se, então, examinar a realidade nacional à luz do paradigma definido pela organização multilateral em questão, com foco especial na Autorregulação de Base Voluntária.

As conclusões preliminares sobre a não aderência do modelo nacional aos princípios da IOSCO foram corroboradas por recente avaliação do setor financeiro brasileiro realizada pelo FMI, que também identificou pontos de fragilidade na autorregulação das atividades dos fundos de investimentos levada a cabo pela Anbima, recomendando ao Brasil o pronto saneamento da deficiência.

A hipótese original de que haveria fragilidade na autorregulação de parcelas do mercado de valores mobiliários nacional, portanto, mostrou-se acertada. No modelo de Autorregulação com Base Voluntária, a capacidade de supervisão da CVM sobre as entidades profissionais privadas responsáveis pela autorregulação é bastante reduzida, especialmente quando comparada à supremacia que a autarquia federal ostenta sobre os autorreguladores no arranjo baseado no art. 17, §1º, da Lei 6.385, de 1976. A falta de competência legal específica inviabiliza que o xerife do mercado de capitais brasileiro imponha a autorreguladores como Ancord, Apimec e Anbima regras de governança corporativa voltadas a assegurar o desempenho de atividades autorregulatórias de forma independente e imparcial, assim como pode dificultar o pronto acompanhamento dos trabalhos conduzidos por essas entidades.

A solução para esse problema, felizmente, não aparenta ser das mais complexas. A recomendação feita pelo FMI ao Brasil no relatório do último FSAP pode ser tomada como oportunidade para se promover o necessário aperfeiçoamento do arcabouço normativo nacional, conferindo-se à CVM competências legais que viabilizem o exercício de maior *oversight* sobre todas os aspectos do mercado de valores mobiliários. Para tanto, recomenda-se a inserção de novo dispositivo na Lei 6.385, de 1965, nos moldes do texto apresentado no Capítulo 3.3, ou adoção de outra estratégia legislativa (inclusive por meio de medida provisória<sup>14</sup>), a critério das autoridades públicas envolvidas.

## Referências

ANBIMA. **Cadastro ANBIMA de Instituições e Profissionais de Investimento**. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm). Acesso em: 2 set. 2021.

ANBIMA. **Convênio para Aplicação de Penalidades e Celebração de Termos de Compromisso**. Ago. 2008. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/4F/71/E4/08/BFC575106582A275862C16A8/Aplicacao\\_de\\_Penalidades\\_5b1\\_5d\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/4F/71/E4/08/BFC575106582A275862C16A8/Aplicacao_de_Penalidades_5b1_5d_1_.pdf). Acesso em: 11 ago. 2021.

ANBIMA. **Convênio para Cooperação para Implementação e Divulgação do Índice de Hedge Funds**. Abr. 2007. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/EB/C2/76/1B/40D575106582A275862C16A8/implementacao-e-divulgacao-de-indices\\_2\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/EB/C2/76/1B/40D575106582A275862C16A8/implementacao-e-divulgacao-de-indices_2_.pdf). Acesso em: 11 ago. 2021

---

<sup>14</sup> Os pressupostos de urgência e relevância precisam ser bem justificados, mas não é incomum que normas que visem a conferir novas prerrogativas a reguladores financeiros sejam editadas por medida provisória. A Medida Provisória 784, de 7 de junho de 2017, que dispunha sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do BC e da CVM, é um exemplo do uso dessa espécie normativa para o pronto aperfeiçoamento do arcabouço normativo da regulação dos mercados.

ANBIMA. **Convênio para o Aproveitamento da Autorregulação na Indústria de Fundos**. Jul. 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/43/E5/57/0A/19C85610CE509456A9A80AC2/Convenio-Aproveitamento-Fundos.pdf>. Acesso em: 11 ago. 2021

ANBIMA. **Relatório de Supervisão. 1º Semestre de 2021**. 2021. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/A6/75/E9/4B/ABA5B710C64124B76B2BA2A8/Relatorio\\_1sem\\_2021\\_03.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/A6/75/E9/4B/ABA5B710C64124B76B2BA2A8/Relatorio_1sem_2021_03.pdf). Acesso em: 2 set. 2021

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Fundo Monetário Internacional**. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/fmi>. Acesso em: 15 ago. 2021

BSM. **Quem somos**. 2021. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>. Acesso em: 15 ago. 2021.

BSM. **Relatório Anual 2020**. 2020. Disponível em: [https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/BSM\\_Relatorio-Anual-2020.pdf](https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/BSM_Relatorio-Anual-2020.pdf). Acesso em: 2 set. 2021.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Teoria palco-plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa**. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/pt-br.php>. Acesso em: 7 jun. 2021.

CARSON, John. **Self-Regulation in Securities Markets**. Policy Research Working Paper 5542. World Bank. Jan. 2011. Disponível em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/337711468340157842/pdf/WPS5542.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2021.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: Limites da Autorregulação**. Revista Direito Empresarial. Curitiba: Fórum, v. 1, p. 13-35, 2012.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: A coordenação do mercado por entidades profissionais privadas**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012. Disponível em: [https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS8XNLXN/1/\\_disserta\\_\\_o\\_mestrado.\\_v.\\_final.\\_.pdf](https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS8XNLXN/1/_disserta__o_mestrado._v._final._.pdf). Acesso em: 7 jun. 2021.

FRANCO, Julia Damazio de Barroso Franco. **A Auto-Regulação no Mercado de Capitais Brasileiro**. Monografia (Graduação). Faculdade e Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/12009/12009.PDF>. Acesso em: 10 jun. 2021.

FSB. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. Mai. 2017. Disponível em: [https://www.fsb.org/2017/05/cos\\_100601/](https://www.fsb.org/2017/05/cos_100601/). Acesso em: 15 ago. 2021.

FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund**. Mar. 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>. Acesso em: 4 ago. 2021.

FMI. **Brazil Financial System Stability Assessment**. Nov. 2018. Disponível em <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2018/cr18339.ashx>. Acesso em: 4 ago. 2021.

FMI. **Financial Sector Assessment Program (FSAP)**. Mar. 2021. Disponível em <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/14/Financial-Sector-Assessment-Program>. Acesso em: 4 ago. 2021.

GOBBI, Juliana Vianna Lacreta Gobbi. **Exequibilidade das Decisões Proferidas no Âmbito dos Processos de Regulação e Melhores Práticas da Anbima**. Monografia (LLM). Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, 2011. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1246/Juliana%20Vianna%20Lacreta%20Gobbi\\_trabalho.pdf?sequence=1](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1246/Juliana%20Vianna%20Lacreta%20Gobbi_trabalho.pdf?sequence=1). Acesso em: 10 jun. 2021.

GOMES, Valdecy Maciel Gomes. **A Pena na Autorregulação Voluntária: Um Estudo Sobre o Caso Anbima**. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Fundação Getúlio Vargas, 2019. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28878>. Acesso em: 10 jun. 2021.

IOSCO. **About IOSCO**. 2021. Disponível em: [https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco). Acesso em: 10 ago. 2021.

IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. 2008. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD266.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2021.

IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. Mai. 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2021.

MOREIRA, Vital. **Auto-Regulação Profissional e Administração Pública**. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

PORTO, Antônio José Maristrello; LIMA JUNIOR, João Manoel de; SILVA, Gabriela Borges. **Autorregulação e função sancionadora no âmbito da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM)**. Interesse Público [recurso eletrônico]. Belo Horizonte, v.21, n.115, maio/jun. 2019. Disponível em: <https://dspace.almg.gov.br/handle/11037/37457>. Acesso em: 10 jun. 2020.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>. Acesso em: 26 jul. 2021.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Campus, 2007.