

CAPÍTULO 6

Tendências internacionais e outras experiências sobre proteção do investidor e educação financeira

INICIATIVAS DA UE E TENDÊNCIAS INTERNACIONAIS (OCDE, G20) NA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR FINANCEIRO

Miguel Mora Hidalgo

Assessor Vocal da Secretaria Geral do Tesouro e Política Financeira. Ministério da Economia e Competitividade. Espanha

MODELO DE AUTORREGULAÇÃO, SUPERVISÃO E ENFORCEMENT. EXPERIÊNCIA DA ANBIMA

Patricia Fresch Menandro

Gerente de Estudos Regulatórios. ANBIMA

FUNDOS DE GARANTIA DE INVESTIDORES. A EXPERIÊNCIA DO FOGAIN NA ESPANHA

Ignacio Santillán Fraile

Diretor Geral da Gestora do FOGAIN

INICIATIVAS DA UE E TENDÊNCIAS INTERNACIONAIS (OCDE, G20) NA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR FINANCEIRO

Miguel Mora Hidalgo

Assessor Vocal da Secretaria Geral do Tesouro e Política Financeira. Ministério da Economia e Competitividade. Espanha

■ 1. INICIATIVAS NA UNIÃO EUROPEIA

A melhoria da regulação dos serviços financeiros na União Europeia (UE) teve seu avanço a partir da Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, referente aos serviços de investimentos no âmbito dos valores negociáveis. Nesta melhoria da regulação foram estabelecidas as condições para que as empresas de investimentos e os bancos autorizados pudessem prestar determinados serviços ou estabelecer filiais em outros estados membros com o denominado passaporte comum que outorgava a autorização do estado de origem, que também tinha a mesma atribuição da competência de supervisão.

O orçamento básico era a necessidade de construir um mercado financeiro sólido e único, o que seria impossível sem uma legislação suficientemente harmonizada e com um tratamento similar de todas as entidades que desejarem atuar no âmbito da União Europeia.

Esta tendência se completou em boa parte com a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, referentes aos mercados de instrumentos financeiros que, com algumas deficiências, sobretudo nos processos de registro, compensação e liquidação dos valores, veio oferecer um marco regulatório geral ao setor financeiro bursátil.

Com o impacto causado na economia internacional pela denominada crise financeira, a partir de 2008 foram muitas as lacunas regulatórias existentes, fruto, como é conhecido, das preocupações desregulatórias dominantes nos últimos anos.

Partes destas lacunas estão sendo preenchidas na UE, com proposta de revisão da Diretiva anteriormente mencionada. É o maior empenho em andamento relacionado diretamente com o tema da proteção do investidor que avalia a continuação.

1.1. Proposta de reforma da Diretiva 2004/39/CE sobre mercados de instrumentos financeiros (21-10-2011.COM (2011) 656 final)

A Diretiva inicial (MiFID) de 2004 estabeleceu um marco regulatório para a prestação de serviços de instrumentos financeiros (tais como a intermediação, assessoramento, negociação, gestão de carteiras, etc.) pelos bancos e empresas de serviços de investimentos e pela gestão de mercados regulados pelos operadores de mercados, assim como as capacidades e as obrigações das autoridades nacionais competentes em relação a essas atividades.

Desde sua aplicação e após sua incorporação às legislações nacionais em novembro de 2007, foram produzidas mudanças que justificam a revisão da referida Diretiva.

O objetivo geral da reforma é completar a integração, a competitividade e a eficiência dos mercados financeiros da UE. Dessa forma se estende o âmbito dos mercados a plataformas alternativas e se amplia o “passaporte” para prestar os serviços financeiros em toda a UE, sujeitos ao cumprimento dos requisitos organizacionais e informativos exigidos, assim como o cumprimento das normas para garantir a proteção do investidor, o que explica neste estudo o resumo da proposta da UE.

As vantagens já comprovadas pela aplicação da MiFID pretendidas para aumentar e consolidar são: a maior competência entre plataformas de negociação dos valores e mais possibilidades de escolha para os investidores quanto aos prestadores de serviços e valores disponíveis, todos favorecidos pelos avanços tecnológicos. E também, os custos de negociação tem diminuído ao mesmo tempo em que tem aumentado a integração dos mercados.

Mas também surgiram algumas dificuldades, em particular a competência tem aumentado a fragmentação dos mercados e as dificuldades para reunir e transmitir a informação. Com o passar do tempo, se reduziu a transparência entre as plataformas, aumentando assim os riscos das empresas de investimentos.

Por outro lado, a crise financeira tem mostrado a fragilidade da regulação de instrumentos financeiros, sendo diferente das ações, negociadas sobretudo entre investidores profissionais, o que deveria ser corrigido com mais transparência, supervisão e proteção ao investidor.

Portanto, a revisão da MiFID constitui uma parte integral das reformas previstas para a obtenção de um sistema financeiro mais seguro e saudável, mais transparente e mais responsável para favorecer o sistema econômico e a sociedade em seu conjun-

to para superar a crise financeira, assim como para garantir um mercado financeiro na UE mais integrado, eficiente e competitivo. Vem a ser também um instrumento essencial para cumprir o compromisso do G20 (cúpula de Pittsburg, de setembro de 2009) de superar os aspectos menos regulados e mais opacos do sistema financeiro e melhorar a organização, a transparência e a supervisão de vários seguimentos do mercado, especialmente em relação aos instrumentos financeiros negociados majoritariamente fora dos mercados (instrumentos OTC "over the counter"), complementando a legislação já proposta sobre derivados OTC, contrapartidas centrais e registros de operações (setembro de 2010).

Também se considera necessário melhorar a supervisão e a transparência dos mercados de derivados com subjacente de matérias primas. Neste contexto, também se necessita melhorar a proteção do investidor.

A reforma se pretende realizar através de dois instrumentos legislativos:

- Uma Diretiva que faça revisão dos requisitos para prestação dos serviços de investimentos, o âmbito das exceções quanto a sua aplicação, os requisitos exigidos às empresas de investimentos quanto a sua organização e normas de conduta, os requisitos para as plataformas de negociação, a autorização e as obrigações dos fornecedores de serviços, as habilidades das autoridades competentes, as sanções e as regras aplicáveis a empresas de outros países que operam através de filiais.
- Um Regulamento que estabelece os requisitos quanto à publicação de dados das operações para o público e dos dados de negociação para as autoridades competentes; remove as barreiras que possam discriminar quanto ao acesso às plataformas de compensação; a obrigatoriedade de negociar os derivados em plataformas organizadas; ações supervisoras específicas quanto a derivados; e prestação de serviços por empresas de outros países sem filiais.

Os aspectos definidos mais destacados da reforma são vistos a seguir.

- **Igualdade de condições para exercer as atividades nos mercados**

Para exercer as atividades, sempre há de ser através de plataformas organizadas (mercados regulados e plataformas multilaterais de negociação), com os mesmos requisitos de pré e pós transparência na negociação, assim como as mesmas exigências organizacionais e de supervisão, levando em conta os diferentes tipos de instrumentos financeiros (principalmente, ações, títulos e derivados) e de negociação (sobretudo com o sistema de livro de pedidos ou com o sistema de cotas).

Também garantir uma igualdade de tratamento nas plataformas multilaterais orga-

nizadas que admitem uma maior opção, assim como na denominada "internalização sistemática", que cabe executar operações contra o próprio capital do "internalizador", mas não pode mediar entre clientes.

- **Extensão da MiFID a produtos e serviços similares**

A revisão pretende que gozem da mesma proteção que oferece a MiFID todas as operações realizadas para investidores minoritários, que satisfaça similares necessidades dos investidores e que colocam dificuldades comparáveis quanto à proteção. Também se estende a aplicação da MiFID a empresas de investimentos e entidades de crédito que emitem e vendem seus próprios valores.

Por outro lado, se deve também aplicar a MiFID quando se trata de serviços prestados sem assessoria.

Outro problema que se pretende solucionar é o que surge como consequência das diferenças de legislação aplicável aos serviços não sujeitos à MiFID até o momento em alguns países. Pretende-se que os investidores estejam protegidos de forma similar independentemente do território do prestador do serviço ou da natureza do mesmo.

Assim, se amplia a aplicação das exigências da MiFID, em particular o que se refere a normas de conduta e a conflitos de interesse aplicável à venda pelas entidades de crédito de depósitos estruturados, incluindo os supostos de empresas de investimentos e de crédito que vendem seus próprios valores sem prestar assessoria.

- **Revisão das exceções previstas na MiFID**

A MiFID exige autorização para os serviços e atividades de instrumentos financeiros contratados por conta própria. Porém, se estabeleceram três exceções: as operações realizadas por conta própria como atividade exclusiva, como atividade secundária de uma sociedade não financeira ou como parte de uma atividade não financeira de comércio de matérias primas.

A revisão consiste em limitar as exceções a atividades menos centralizadas levando em conta que essas suposições também podem gerar riscos. Para os objetivos da MiFID trata-se de operações de natureza mais comercial ou que não constituem negociação de alta frequência

- **Melhoria do marco da estrutura do mercado**

Foi comprovado que os três tipos de sistemas de negociação previstos na MiFID (mercados regulados, sistemas multilaterais de negociação e a internalização sistemática) não têm atendido todas as necessidades. Por isso, foi criada uma nova categoria para sistemas organizados de negociação com características diferentes das já existentes, com requisitos organizativos e normas de transparência idênticas para alcançar uma maior competitividade e maior atividade transfronteiriça devido aos avanços tecnológicos e ao próprio âmbito da MiFID.

- **Melhoria na governança corporativa**

Na vigência de MiFID se exige que as pessoas que dirigem uma empresa de investimento tenham boa reputação e suficiente experiência para garantir uma gestão adequada e prudente.

Agora a revisão pretende, alinhada com outras reformas já adotadas no plano de governança corporativa do setor financeiro, aumentar as exigências quanto à qualidade, às funções e responsabilidades, tanto dos diretores executivos como não executivos, assim como atingir um maior equilíbrio na composição dos órgãos de gestão. Em particular, se pretende que adquiram suficientes conhecimentos e experiência que possibilite uma adequada gestão dos riscos, protegendo assim o interesse dos investidores e a integridade do mercado.

- **Reforço dos requisitos organizacionais para salvaguardar um eficiente funcionamento e a integridade dos mercados**

O desenvolvimento tecnológico na negociação dos instrumentos financeiros apresenta tanto oportunidades como dificuldades. Em geral, seus efeitos são positivos para a liquidez do mercado, melhorando sua eficiência, especialmente para garantir um tratamento adequado das ameaças que apresentam a contratação algorítmica e a alta frequência. Pretende-se que na MiFID existam suficientes salvaguardas organizacionais, como o controle apropriado de riscos para mitigar a negociação desordenada. E também, pretende-se garantir a supervisão e o controle das atividades pelas autoridades competentes.

- **Reforço do marco de proteção do investidor**

Pretende-se melhorar a proteção do investidor em relação à prestação de assessoria no investimento e na gestão de carteiras, assim como a possibilidade para as empresas de investimentos de aceitar incentivos de terceiros e de esclarecer as

condições e acordos com os investidores. Assim, facilitará a livre negociação no mercado sobre determinados instrumentos não complexos com obrigações mínimas ou com proteção oferecida em nome de sua empresa de investimentos. E também, se introduz um marco para contratar com experiências de vendas cruzadas para garantir que os investidores sejam informados adequadamente e que estas práticas não causem prejuízos.

As propostas também reforçam os requisitos quanto ao manejo de fundos e instrumentos pertencentes aos clientes pelas empresas de investimentos e seus agentes e classifica como um serviço de investimento a custódia de instrumentos financeiros em nome dos clientes. Em geral, se melhora a informação que deve ser dada aos clientes em relação aos serviços que são prestados e quanto à execução dos pedidos.

- **Melhoria da proteção na prestação de serviços de investimentos aos clientes não minoritários**

A classificação dos clientes introduzida pela MiFID (minoritários, profissionais e contrapartes elegíveis) mesmo sendo bem completa, deve ser completada quanto a transações sobre instrumentos complexos realizadas por autoridades locais. Por outro lado, enquanto muitos requisitos sobre normas de conduta estabelecidas para contrapartes elegíveis não são significativos em suas múltiplas operações diárias, porém o princípio básico de atuar honestamente e profissionalmente se deve aplicar a todas as categorias de clientes.

E também se propõe que se facilite melhor a informação e documentação às contrapartes elegíveis sobre os serviços prestados.

- **Novos requisitos para as plataformas de negociação**

Embora a MiFID incida na necessidade de transparência dos dados tanto antes como após a negociação, porém, também são relevantes outras informações, como o número de pedidos cancelados antes da execução ou sobre a velocidade da execução. Em consequência, se introduzem requisitos para as plataformas de negociação em relação à publicação anual de dados sobre a qualidade da execução.

No entanto, se propõe que os contratos sobre derivados com matérias primas tenham limites apropriados ou acordos alternativos que façam funcionar o mercado ordenadamente e as condições de liquidação. E também se estabelece que forneçam informação sistemática e formalizada sobre diferentes tipos de contratantes financeiros e comerciais (incluindo a categoria e a identidade do cliente final) e

dos membros do mercado (incluindo só as posições agregadas de categorias de clientes finais).

Espera-se que os detalhes normativos se estabeleçam mediante atos delegados da Comissão da UE ou mesmo que a Autoridade Europeia de Valores e Mercados (ESMA) possa estabelecer medidas adicionais.

- **Melhoria no regime dos mercados das PYMES**

Propõe-se criar uma nova subcategoria de mercados que será denominada mercados para o crescimento das PYMES. Normalmente será tratado como Sistemas Multilaterais de Negociação (SMN). Conseguir-se-ia deste modo, harmonizar no âmbito da UE os requisitos para responder às necessidades das PYMES, mantendo níveis elevados de proteção do investidor.

- **Regime de terceiros países**

Pretende-se criar um marco harmonizado para conceder o acesso aos mercados da UE de entidades e mercados de terceiros países para superar a atual fragmentação normativa e garantir um marco igual para todos os atores de serviços financeiros no território da UE. Em primeiro lugar, é necessário realizar uma análise de equivalência do regime do terceiro país pela autoridade da UE. Para a prestação de serviços a minoritários, será exigida a abertura de uma filial. A empresa do terceiro país deverá ser autorizada no estado membro onde se estabeleça a filial que ficará sujeita aos requisitos da UE em áreas determinadas (requisitos organizativos, normas de conduta, conflitos de interesses, transparências e outros).

Os serviços prestados a contrapartes elegíveis não requererão o estabelecimento de uma filial. As empresas de terceiros países prestarão os serviços segundo o registro feito em ESMA.

A supervisão será feita em seu lugar de origem. Se for necessário, a coordenação se fará segundo acordo entre a autoridade de origem e a ESMA.

- **Aumento e melhoria da consolidação de dados**

Além do já regulado no MiFID, será exigido das empresas públicas seus dados no Acordo de Publicação Aprovado (APA), para superar a fragmentação atual de dados, para uma comparação eficiente de preços e operações dos diferentes mercados.

- **Fortalecimento das faculdades das autoridades competentes sobre cargos em instrumentos derivados**

Pretende-se superar a atual fragmentação de competências das autoridades para controlar e supervisionar cargos. Estarão habilitadas para solicitar informação de qualquer pessoa sobre cargos mantidos nos instrumentos derivados, de tal maneira que possam intervir em qualquer momento. Também estarão habilitadas para limitar cargos de maneira não discriminada e serão notificados à ESMA.

- **Sanções efetivas**

Quando há evidências de infrações, as autoridades competentes poderão impor sanções, como a retirada da autorização, admoestações públicas, exoneração da direção e sanções pecuniárias.

Também do já previsto na MiFID, se estabelece a obrigatoriedade da publicação das sanções, salvo se pudessem prejudicar gravemente os mercados financeiros.

1.2. Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho sobre mercados de instrumentos financeiros e de emenda do Regulamento sobre derivados OTC, contrapartidas centrais e registros de operações (EMIR) (21-10-2011. COM (2011) 652 final

Como já abordado na seção anterior, pretende-se fazer a reforma da MiFID por meio de dois instrumentos legislativos: uma Diretiva cujo conteúdo principal já foi resumido (se revisam os requisitos para prestar os serviços de investimentos, os requisitos exigidos às empresas de serviços de investimentos quanto a sua organização e normas de conduta, os requisitos para as plataformas de negociação, a autorização e as obrigações dos fornecedores de serviços, as capacidades das autoridades competentes, as sanções e as regras aplicáveis a empresas de terceiros países que operam através de filiais), e um Regulamento que estabelece os requisitos quanto à publicação de dados das operações e dos dados de negociação para as autoridades competentes; elimina as barreiras que discrimina o acesso aos sistemas de compensação; a obrigatoriedade de negociar os derivados em sistemas organizados; ações supervisoras específicas quanto a instrumentos financeiros e cargos em derivados; e a prestação de serviços por empresas de terceiros países sem filiais.

Em resumo, o Regulamento pretende criar normas uniformes para melhorar o funcionamento do mercado interno. A Diretiva versa fundamentalmente sobre o acesso à atividade de prestação de serviços financeiros.

O Regulamento é necessário para outorgar competências específicas, diretas a ESMA em áreas de interesse a intervenção dos produtos e capacidades sobre a gestão dos agentes dos mercados. Em relação à transparência da negociação e sobre a informação das transações, se realizam mediante a aplicação de controles numéricos e códigos de identificação, desta forma, são evitadas as diferenças nacionais que levam à distorção do mercado e a produzir "arbitragens regulatórias", impedindo o desenvolvimento de um campo de igual jogo.

E também, o Regulamento proposto permitirá que as empresas de investimentos sigam as mesmas regras em todos os mercados da UE, o que aumentará a segurança jurídica e facilitará sua atuação no diferentes países membros.

Por outro lado, o legislador, mediante regulamento também facilitará a introdução de modificações no futuro. A reforma em toda sua extensão também facilitará as relações com terceiros países.

A seguir temos os aspectos mais importantes do Regulamento proposto.

- **Igualdade de tratamento legal**

Um objetivo central da proposta é que toda negociação organizada se desenvolva em um sistema regulado: mercados regulados, sistemas multilaterais de negociação (MTFs) e sistemas organizados de negociação (OTF). Em todos os sistemas serão exigidos os mesmos requisitos de transparência (pré e pós-negociação).

Os requisitos exigíveis quanto à organização e supervisão são idênticos. Isso significa uma igualdade de regime para atividades similares. Nos três sistemas o operador é imparcial.

Os mercados regulados e os MTF se caracterizam por uma execução das transações não discricionais, ou seja, que se ajustam às regras pré-determinadas.

O operador de um OTF tem um grau de discricionariedade sobre a operação de uma transação, em consequência está sujeito às normas de proteção do investidor, normas de conduta e requisitos de "melhor execução" em relação aos clientes que usam essa plataforma. Portanto, as normas de acesso e de execução de um OTF têm de ser transparentes e claras, porém se permite ao operador prestar um serviço aos clientes que é qualitativamente diferente, embora não funcionalmente dos serviços prestados por mercados regulados e MTFs. Consequentemente, é necessário proibir um operador OTF de negociar contra seu próprio capital.

Também existe a denominada "internalização sistemática" nos mesmos sistemas organizados. Com ela se executam transações de clientes contra seu próprio capital, mas não pode realizar conjuntamente compras e vendas com um terceiro. Portanto, não é uma plataforma de negociação. Isso não impede que se apliquem as regras de melhor execução e as normas de conduta, assim como os requisitos de transparência e de acesso.

Por conseguinte, qualquer operação de empresas de investimentos por conta própria com seus clientes ou com outras empresas de investimentos se considera como operação de não mercado (OTC, "over the counter").

- **Ampliação das normas de transparência a mais instrumentos financeiros**

O objetivo é facilitar ao investidor o acesso à informação sobre as atuais oportunidades de negócio, a formação de preços e a melhor execução das operações.

Agora se trata de entender as normas sobre transparência vigentes para as ações e outros valores, como os certificados de depósito, os títulos cotados e outros instrumentos similares emitidos pelas sociedades.

- **Maior congruência na aplicação de exceções na transparência pré-negociação para os mercados de valores**

Deve melhorar, quanto à obrigação de publicar em tempo real, os atuais pedidos e cotações, o cálculo, o atual conteúdo e a consistência. Obriga-se, portanto, as autoridades competentes a informar a ESMA sobre o uso das exceções em seus mercados.

- **Ampliação das normas de transparência às obrigações, aos produtos financeiros estruturados e aos derivados**

Novos requisitos são estabelecidos sobre transparência pré e pós-negociação quanto às obrigações, produtos financeiros estruturados e outros instrumentos financeiros similares, que são negociados geralmente fora dos mercados.

Os requisitos são os mesmos que os vigentes para mercados regulados, MTF e OTF, mas calculados com arranjo ao tipo de instrumento.

As exceções se estabelecerão mediante atos delegados. As autoridades competentes deverão notificar à ESMA suas propostas diferenciadas e a ESMA emitirá sua opinião.

- **Aumento da consolidação de dados e maior eficiência**

Trata-se de reduzir o custo para os que são obrigados a dar a informação, até mesmo sem custo em determinados supostos. Isto complementa o que está previsto na proposta da Diretiva sobre os "Acordos de Publicação Aprovados".

- **Transparência para as empresas de investimentos que negociam OTC, incluindo os internalizadores sistemáticos**

As atuais regras se aplicam às ações e similares, e as novas regras se estendem a obrigações, produtos financeiros estruturados admitidos à negociação em um mercado regulado e derivados que podem ser compensados ou admitidos à negociação em um mercado regulado, em um MTF ou OTF.

- **Informação sobre transações**

A reforma pretende melhorar a qualidade da informação que já é obrigatória contribuir para o supervisor. Estabelece-se uma nova obrigação para os mercados regulados, MTF e OTF, que consiste em manter um arquivo de dados, por pelo menos cinco anos, acessível aos supervisores.

Assim, será possível controlar o abuso do mercado e a manipulação dos pedidos. Terá toda a informação referente às transações, em particular, a identificação do cliente e das pessoas responsáveis pela execução da transação, pode ser os intermediários ou os algoritmos de computador.

A obrigação de informação se estende a maior parte dos instrumentos, com algumas exceções, quando não têm incidência nos mercados.

Também se identifica melhor os clientes pelos que atua a empresa de investimentos e os responsáveis pela execução.

Cabe revisar a regulação após dois anos de aplicação, até mesmo prevê a possibilidade de informar diretamente à ESMA.

- **Negociação de derivados**

Se segue ao G20 que foi acordado para que a negociação de derivados OTC normalizados deva ser feita em mercados ou em plataformas eletrônicas. Estes mercados, alinhados com a proposta de Regulamento da UE (ainda pendente de publicação) sobre derivados OTC, contrapartidas centrais e registro de operações, pretende au-

mentar a compensação central de derivativos OTC. A proposta de Regulamento que está em processo de elaboração de texto resumido que emenda ao anterior, requererá a negociação sobre determinados derivativos só em plataformas elegíveis, que são os mercados regulados, os MTF e os OTF. Isso será obrigatório para contrapartidas financeiras e não financeiras que excedem o limite de compensação que se estabeleça no Regulamento sobre derivativos.

A Comissão e a ESMA estabelecerão a lista de derivativos elegíveis, levando em conta a liquidez dos instrumentos específicos.

- **Acesso não discriminatório à compensação**

Além das exigências já previstas na Diretiva MiFID, devem também ser evitadas outras barreiras comerciais que impedem a competência na compensação. Podem ser obtidas nas contrapartidas centrais que não facilitam serviços de compensação a determinadas plataformas de negociação, ou em plataformas de negociação que não facilitam dados a potenciais novos compensadores ou informação sobre referências ou índices que não se facilitam a compensadores ou a sistemas de negociação.

As regras que se oferecem proíbem as práticas discriminatórias e impedirão barreiras que impossibilitem a competência na compensação de instrumentos financeiros para baixar os custos de investimentos e de empréstimos, eliminar deficiências e estimular a inovação nos mercados europeus.

- **Supervisão de produtos e posições**

Foi comprovada a necessidade de que as autoridades competentes aproveem novos poderes de delegar, especialmente para controlar produtos e serviços prestados.

Estabelecer proibições de produtos ou de práticas ou atividades em coordenação com a ESMA ou pela mesma ESMA temporariamente. Assim, com o objetivo de proteger o investidor ou para evitar o mau funcionamento dos mercados ou a estabilidade do sistema financeiro.

Também se propõe que as autoridades possam gerir cargos e estabelecer limites, incluindo a coordenação da ESMA.

- **Prestação de serviços de investimentos por empresas de terceiros países sem filial**

Cria-se um marco harmonizado para conceder acesso aos mercados da UE a empresas e operadores de mercado estabelecidos em um terceiro país para superar a atual fragmentação nos regimes nacionais e, portanto, uma igualdade de trato para todos os atores no território da UE. O regime proposto consiste primeiramente em um exame de equivalência nas jurisdições de terceiros países pela Comissão. A seguir as empresas examinadas poderão solicitar autorização para prestar serviços na UE. Se os serviços vão ser prestados a minoritários, será exigido o estabelecimento de uma filial, com autorização do estado membro correspondente sobre determinados aspectos (requisitos organizacionais, normas de conduta, conflito de interesses, transparência e outros). Os serviços que serão prestados a contrapartes elegíveis não requererão o estabelecimento de uma filial. Somente será exigido o registro da empresa na ESMA. A supervisão corresponderá ao país de origem. Estabelece-se a necessidade de um acordo de cooperação entre os supervisores dos terceiros países e as autoridades nacionais da UE e também ESMA.

Até a presente data, ainda não foi concluída a negociação das mencionadas propostas. Portanto, sua aprovação e aplicação prática não serão possíveis no decorrer do ano de 2013.

■ 2. INICIATIVAS NA OCDE

A OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômicos) vem se empenhando em tratar já a algum tempo do problema referente à proteção do investidor financeiro. Em 2003 lançou um programa internacional sobre educação financeira. Seu primeiro fruto foi a Recomendação sobre Princípios e Boas Práticas para a Educação Financeira, que foi acordada no ano de 2005¹⁵⁸. Nela se destaca a importância de desenvolver programas eficientes de educação financeira. Em colaboração com o INFE (OECD-International Network on Financial Education), os Comitês de Mercados Financeiros e de Seguros fixaram as diretrizes do programa para seu controle e avaliação. Após a realização de diversos documentos, em 2011 foi elaborado um documento (DAF/CMF (2011)10) que apresenta os princípios de alto nível para a Avaliação de Programas de Educação Financeira¹⁵⁹, que pretendem complementar a Recomendação de 2005. Em princípio se refere ao controle e avaliação de uma grande variedade de propostas de educação financeira, desde cursos individuais e seminários até programas de grande impacto e campanhas de divulgação na mídia.

158. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialeducation/35108560.pdf>

159. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialeducation/49373959.pdf>

Por outro lado, a OCDE manifestou sua dedicação a esta matéria constituindo um Grupo de trabalho sobre Proteção do Consumidor Financeiro, que elaborou os princípios gerais e que são resumidos a seguir (DAF/CMF/FCP/WD (2012)2).

Os Ministros de Finanças e os Governadores de Bancos Centrais do G20, em reunião em outubro de 2011, assumiram esses princípios e solicitaram à OCDE e ao FSB (Conselho de Estabilidade Financeira)¹⁶⁰ que informassem sobre o cumprimento dos mesmos a futuras cúpulas e que desenvolverão, se for conveniente.

Segue em andamento o desenvolvimento de um programa para estabelecer diretrizes sobre a base de consultas às autoridades nacionais, órgãos internacionais e outras partes interessadas.

A seguir se apresenta em três fases o resumo dos aspectos mais importantes que serão objeto de desenvolvimento, que se estenderão até 2014, de cada um dos princípios gerais:

Princípio 1: Marco legal, regulatório e supervisor

- A proteção do consumidor financeiro deve ser uma parte integral do marco legal, regulatório e supervisor. Deve refletir a diversidade de circunstâncias nacionais e do mercado global, assim como a evolução normativa dentro do setor financeiro.
- A regulação deve refletir as características, o tipo e a variedade de produtos financeiros e de consumidores, seus direitos e responsabilidades.
- Deve-se responder aos novos produtos, tecnologias e mecanismos de prestação de serviços.
- Devem estabelecer-se mecanismos adequados para supervisionar esses novos mecanismos, incluindo o uso do telefone móvel, a distribuição por correio eletrônico e outros sistemas de distribuição sem ter filial.
- Devem existir mecanismos legais, judiciais e de supervisão fortes e eficazes para proteger os consumidores diante de fraudes financeiras, abusos e erros.
- Os fornecedores de serviços financeiros e demais intermediários autorizados devem ser regularizados e supervisionados adequadamente, levando em conta o setor específico e o serviço prestado
- As partes interessadas não governamentais, incluindo a indústria e as organi-

160. <http://www.oecd.org/daf/financialmarketsinsuranceandpensions/financialmarkets/48892010.pdf>
Posteriormente, em junho de 2012, os Chefes de Estado do G20, reunidos em Los Cabos, México, respaldaram os Princípios da OCDE sobre as Estratégias Nacionais para a Educação Financeira, reforçando o papel dos princípios como um dos instrumentos de orientação global chave em matéria de educação financeira.

zações de consumidores, setores profissionais e de investigação, devem ser consultados quando se adotem políticas de proteção e educação do consumidor financeiro.

Princípio 2: Função dos órgãos supervisores

- Deve existir um órgão de supervisão explicitamente responsável pela proteção do consumidor financeiro, com a autoridade necessária para cumprir seus mandatos.
- Devem exigir-se responsabilidades claras e objetivamente definidas e uma governança apropriada; uma independência operativa; confiabilidade em suas atividades, poderes adequados; recursos e competências; um marco executivo definido e transparente; e procedimentos regulatórios claros e consistentes.
- Os órgãos supervisores devem ter profissionais de alto nível, incluindo níveis apropriados de confidencialidade do consumidor e informação do proprietário; e evitar os conflitos de interesses.
- Cooperação com outras autoridades supervisoras de serviços financeiros e entre autoridades ou departamentos responsáveis por assuntos setoriais. Deve estabelecer-se um instrumento igual para os serviços financeiros, e que se estabeleça uma adequada cooperação internacional entre órgãos supervisores, de interesse às transações internacionais.

Princípio 3: Tratamento equitativo e honesto dos consumidores

- Todos os consumidores financeiros devem ser tratados equitativa e honestamente em todas as fases de sua relação com os fornecedores de serviços financeiros.
- O trato honesto dos consumidores deve ser uma parte integral do bom governo e cultura corporativa de todos os fornecedores de serviços financeiros e dos demais intermediários autorizados.
- Deve-se dedicar uma especial atenção às necessidades dos grupos vulneráveis.

Princípio 4: Informação e transparência

- Os fornecedores de serviços financeiros e demais intermediários devem facilitar aos consumidores a informação que lhes permita conhecer os benefícios, riscos e condições fundamentais do produto financeiro. Também devem informar sobre os conflitos de interesse associados com os intermediários.
- Deve-se, em particular, facilitar informação sobre aspectos materiais do produto financeiro.

- A informação deve ser facilitada em todas as fases da relação com o cliente.
- Todas as promoções financeiras devem ser precisas, honestas, compreensíveis e não enganosas.
- Deve-se facilitar informação pré-contratual formalizada, quando seja possível para permitir fazer comparações entre produtos e serviços da mesma natureza.
- Devem existir mecanismos de informação específicos, incluindo possíveis advertências quando se oferecem produtos e serviços complexos e arriscados.
- O consumidor, quando possível, deve ser auxiliado, para garantir e melhorar a eficácia das exigências de informação.
- O serviço de assessoria deve ser o mais objetivo possível e basear-se em geral no perfil do consumidor, considerando a complexidade do produto, os riscos associados, assim como os objetivos financeiros do cliente, conhecimentos, capacidade e experiência.
- Os consumidores devem ser precavidos sobre a importância de que os fornecedores de serviços financeiros facilitem informação precisa, principal e disponível.

Princípio 5: Educação financeira e precaução

- Se deve promover a educação financeira e a precaução para todas as partes interessadas e a informação clara na proteção do consumidor. Os direitos e as responsabilidades devem ser facilmente acessíveis aos consumidores.
- Deve-se dispor de mecanismos apropriados para ajudar aos atuais e futuros consumidores a ter conhecimentos, experiências e confiança para entender adequadamente os riscos, incluindo os riscos financeiros e as oportunidades; para fazer opções com fundamento; para saber onde solicitar assistência; e atuar de forma efetiva para melhorar sua própria prosperidade financeira.
- Se deve promover ou facilitar uma ampla educação financeira, assim como informação para aprofundar os conhecimentos do consumidor financeiro e sua capacidade, especialmente em relação a grupos vulneráveis.
- Deve-se fomentar a educação e a precaução, levando em conta as circunstâncias nacionais como parte de uma estratégia de proteção e de educação do consumidor financeiro mais ampla, facilitada através de canais diversos e apropriados, que deve começar desde cedo, ainda muito jovem e ser acessível a todas as idades. Há de se adotar programas específicos para grupos vulneráveis.
- Todas as partes interessadas devem ser motivadas para realizar os princípios e diretrizes internacionais sobre educação financeira elaborada pela Rede Internacional de Educação Financeira da OCDE (INFE). As instituições nacionais devem compilar toda a informação nacional e internacional comparável para verificar e aumentar a eficácia dos programas de educação financeira.

Princípio 6: Normas de conduta responsáveis dos fornecedores de serviços financeiros e demais intermediários

- Os fornecedores de serviços financeiros e demais intermediários autorizados devem ter como objetivo trabalhar nos interesses de seus clientes e ser responsáveis por manter a proteção do consumidor.
- Os fornecedores de serviços financeiros devem também ser responsáveis pelas ações de seus agentes autorizados.
- Os fornecedores de serviços financeiros devem verificar a capacidade, situação e necessidades de seus clientes, levando em consideração a natureza das transações, e com base na informação que lhes foram facilitadas antes de aceitar o serviço de assessoria que será prestado.
- Os empregados financeiros (em especial, os que se relacionam diretamente com os clientes) devem ter qualificação e treinamento adequados. Caso se apresentem conflitos de interesses, os fornecedores de serviços e demais intermediários autorizados devem evitá-los. Quando não for possível evitar esses conflitos, os fornecedores e seus agentes devem garantir a adequada informação, mediante os mecanismos adequados para controlar tais conflitos ou declinar a prestar os serviços em questão.
- A estrutura de remuneração dos empregados dos fornecedores e de seus agentes autorizados deve estabelecer-se de modo que favoreça normas de conduta responsáveis e o tratamento honesto dos consumidores e evite os conflitos de interesses. Tal estrutura de remuneração deve ser facilitada aos consumidores quando corresponda, como, por exemplo, quando conflitos de interesses potenciais não possam ser controlados ou evitados.

Princípio 7: Proteção dos ativos do consumidor frente a fraudes e abusos

- Deve-se facilitar ao consumidor suficiente informação e mecanismos de controle e proteção adequados e com muita segurança em relação aos depósitos, poupanças e outros ativos financeiros similares, que sirvam para evitar fraude, apropriação indevida e outros abusos.

Princípio 8: Proteção dos dados e a privacidade do consumidor

- A informação financeira e pessoal do consumidor deve ser protegida com mecanismos de controle e proteção adequados. Esses mecanismos devem servir segundo os objetivos previstos para que: os dados possam servir para ser processados, mantidos, usados e revelados (especialmente a terceiros).
- Os mecanismos devem também observar os direitos dos consumidores de ser informados sobre o uso dos dados, o acesso aos mesmos e a obter correção

rápida de dados usados de forma errônea ou ilegalmente recolhidos.

Princípio 9: Sistemas de reclamações

- As autoridades competentes devem garantir que os consumidores tenham acesso a um adequado sistema de reclamações, que seja acessível, capaz, independente, honesto, confiável, rápido e eficaz. Seu custo deve ser razoável, assim como seu tempo de atuação e demais pesos para os consumidores.
- De acordo com o anterior, os fornecedores de serviços financeiros e demais intermediários autorizados devem dispor de mecanismos para o tratamento e resolução das reclamações.
- Também deve existir o recurso a um procedimento independente de fazer acordo de reclamações que não tenham sido resolvidas eficientemente através dos sistemas internos dos fornecedores de serviços e demais intermediários de resolução de disputas.
- As reclamações e suas resoluções devem se fazer públicas, no mínimo com informação adicional.

Princípio 10: Competitividade

- Devem ser criados mercados competitivos tanto no marco nacional como internacional, com o objetivo de oferecer aos consumidores possibilidades de escolher entre serviços financeiros e criar pressão competitiva entre fornecedores para oferecer produtos competitivos, promover a inovação e manter uma boa qualidade dos serviços.
- Os consumidores devem ser capazes de buscar, comparar e relacionar produtos com fornecedores facilmente e a um custo razoável e conhecido.

Os princípios expostos deverão ser desenvolvidos no prazo de 2 anos. As diretrizes que se estabelecem servirão para orientar a ação dos países interessados, visto que a OCDE, como é sabido, não tem competências normativas de caráter vinculativo. Portanto, seus trabalhos têm, neste caso, o caráter de recomendações.

É claro que não é este o procedimento com maior incidência no entendimento dos problemas e insuficiências que se manifestam com os mercados financeiros. Mas não se pode desprezar a influência que as recomendações da OCDE tiveram em muitos países onde decidiram converter as recomendações em normas de cumprimento obrigatório e, em outras ocasiões, também tinham influência na legislação da União Europeia.

MODELO DE AUTORREGULAÇÃO, SUPERVISÃO E ENFORCEMENT. EXPÉRIÊNCIA DA ANBIMA

Patricia Fresch Menandro

Gerente de Estudos Regulatórios. ANBIMA

■ INTRODUÇÃO

- Sobre a ANBIMA

ANBIMA representa as instituições que operam nos mercados financeiros e de capitais brasileiros. Faz parte da associação um grande e heterogêneo número de membros, mais de 340, que trabalham em diversos segmentos do mercado. Entre eles podemos encontrar bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimento, gestores e administradores de fundos, agentes e corretores de valores e gestores de ativos.

A fim de contribuir para o fortalecimento das instituições e do mercado, a Associação tem organizado suas atividades em quatro compromissos: a representação dos interesses dos Associados; a autorregulação das atividades de mercados representados; a contribuição à capacitação dos investidores e profissionais que trabalham no mercado brasileiro; e a oferta de informação sobre os seguimentos que a Associação representa.

A Associação conta com uma área de representação que conta com mais de 600 profissionais das instituições associadas, que participam voluntariamente em Comitês, Subcomitês e Grupos de Trabalho, com o objetivo de estimular o diálogo entre os membros da ANBIMA e representar adequadamente perante o governo e outros órgãos no Brasil e no estrangeiro. Com essa experiência, eles atuam para definir as estratégias de ação que contribuem para o desenvolvimento do mercado e estejam em consonância com as necessidades dos membros.

No âmbito internacional, a ANBIMA participa e preside atualmente a IIFA (Associação Internacional de Fundos de Investimentos) e FIAFIN (Federação Ibero-americana de Fundos de Investidores); além disso, é membro da IOSCO (Organização Internacional de Comissões de Valores) e preside o Comitê Consultivo de Autorregulação desta organização, conhecido como SROCC; participa em associações como a ICSA (Conselho Internacional de Associações de Valores) e a ICMA (Associação Internacional do Mercado de Capitais), e no IFIE (Fórum Internacional para a Educação do Investidor) no qual, além de fazer parte de seu Conselho Administrativo, é responsável pela coordenação da Divisão das Américas que está elaborando o fórum.

Os membros da ANBIMA se comprometem a seguir as melhores práticas empresariais para os setores em que operam. A organização promove a articulação ampla entre os representantes de cada segmento, que propõem normas e as formalizam códigos de autorregulação.

A qualificação no amplo sentido é também uma condição essencial para o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais. Para contribuir na formação dos profissionais que trabalham no segmento, a ANBIMA mantém um programa de Certificação Profissional, e um setor de capacitação que oferece uma extensa rede de cursos. Com o propósito de consolidar uma relação madura e sustentável entre as instituições de mercado e os investidores, a entidade apoia uma série de iniciativas de educação dos investidores, com a manutenção de suas próprias atividades e com o apoio a programas de educação financeira do governo e de outras instituições dos setores público e privado.

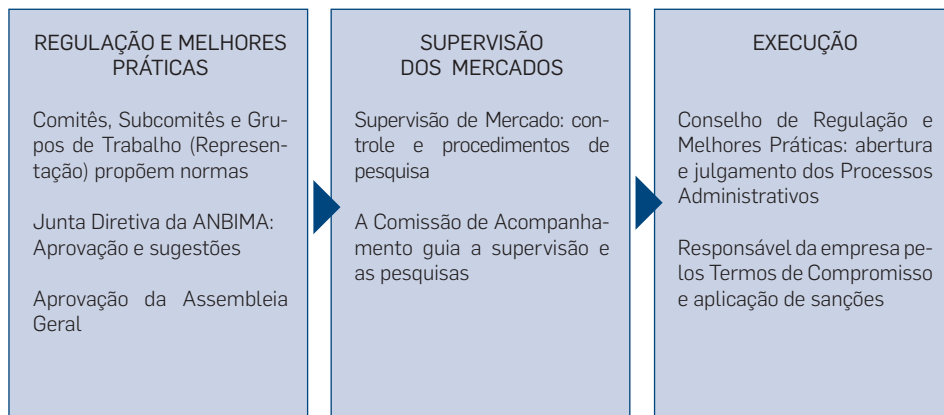
Ao longo de sua história, a Associação tornou-se um importante fornecedor de informação, mantendo o maior banco de dados privado sobre o mercado de capitais brasileiro, difusão de indicadores, estatísticas, preços indicativos para os títulos públicos e privados e informes analíticos visando fomentar a transparência e consolidar o conhecimento sobre o mercado de capitais. A área de Produtos e Serviços da ANBIMA também desenvolve soluções baseadas no conceito de "serviços compartilhados", com o objetivo de proporcionar às instituições condições adequadas e competitivas de custos dos serviços essenciais para suas operações.

- **Modelo de Autorregulação de ANBIMA**

A autorregulação da ANBIMA se organiza em forma de regulação voluntária privada e cobre três atividades que integram o conceito de regulação (ver quadro 1): a elaboração de normas, desenvolvidas nos Comitês da área de representação da Associação, a supervisão e o enforcement, que reúne as iniciativas para fazer cumprir e sancionar ou não o cumprimento das normas.

As normas estabelecidas nos códigos são mais estritas que as exigidas pelo regulador, mas nunca contra elas. A filiação é voluntária, mas é obrigatória para os Membros que desenvolvem as atividades reguladas nos 10 códigos que existem atualmente, e formalizadas mediante a adesão formal documentada, válida para fins de sanção processual. A externalização de serviços pelas Instituições Participantes (membros ou associados) requer a contratação de outra Instituição Participante, referentes às atividades reguladas pelos Códigos.

Gráfico 1: Modelo de Autorregulação da ANBIMA



1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E ESTRUTURA DE AUTORREGULAÇÃO

As discussões sobre a atividade de autorregulação da ANBIMA foram iniciadas na década de 1990. Em 1998 houve a apresentação do Código de Oferta Pública da Associação. Instituições que desempenhavam papel de coordenadores na emissão de obrigações aderiram ao documento, o que promoveu com sucesso o estabelecimento de procedimentos mínimos e normas de conduta para este seguimento de participantes do mercado.

Com o passar do tempo, as normas estabelecidas no Código tornaram-se práticas comuns e foram generalizadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), autoridade reguladora do setor, incorporando parte delas à legislação governamental. O Código de Ofertas continuou e continua sofrendo mudanças e melhorias, incorporando novos desenvolvimentos, produtos e procedimentos, definidos como melhores práticas para seus participantes.

No ano 2000, o experimento bem sucedido se estendeu ao segmento de Fundos de Investimentos, com o andamento do Código de Fundos. Deve-se levar em conta que, enquanto o Código de Ofertas está dirigido para emissões de valores, onde se verifica sua presença em cada oferta mediante análise da documentação enviada à ANBIMA, no caso do Código de Fundos a verificação do cumprimento dos preceitos se faz a partir do respectivo lançamento e distribuição das cotas, e dá continuidade a partir destes eventos. As normas foram estendidas para serem aplicáveis ao administrador, à sua organização/estrutura, gestão de conflitos de interesses, à composição da

carteira, aos controles internos, entre outros procedimentos que poderão seguir.

Em ambos os códigos, já existia a estrutura básica da atual autorregulação da ANBIMA. As normas que integram e atualizam dos códigos foram escritas por Comitês compostos por representantes das instituições que operam nos respectivos seguimentos.

A edição das normas depende da aprovação dos textos pela Junta da Associação, com consulta prévia através de audiência pública e aprovação da Assembleia Geral de Sócios. Cada Código estabelece os órgãos de supervisão e avaliação ocasional e/ou de sanção no caso de não cumprimento: as áreas de Supervisão, os Comitês de acompanhamento e os Conselhos de Regulação e Melhores Práticas (ver quadro 2). Cabe destacar que tanto os membros do Comitê como do Conselho firmam o Termo de Compromisso que estabelece a confidencialidade dos temas tratados nestes órgãos.

QUADRO 2: ÓRGÃOS DE AUTORREGULAÇÃO DA ANBIMA

Área de Supervisão: a criação de Códigos exigiu a formação de equipes próprias de supervisão compostas por pessoal da ANBIMA, com o objetivo de verificar o cumprimento das normas pelas Instituições Participantes. Todos os empregados assinam um termo de confidencialidade no momento da contratação, além de aderir formalmente ao Código de Ética e Conduta e à Política de Segurança da Informação da Associação.

Comitê de Acompanhamento: em geral, é formado por executivos das instituições associadas à ANBIMA, que são designados como representantes do seguimento devido à especialização e conhecimentos técnicos na área. São nomeados por um período de dois anos, após a revisão e aprovação da Junta da Associação. O Comitê apoia e orienta as atividades dos Supervisores com a realização de reuniões periódicas para revisar os informes, estatísticas e ferramentas de supervisão, e para estabelecer os padrões de desempenho.

Conselho de Regulação e Melhores Práticas: os casos considerados como possíveis irregularidades e com forte evidência de não cumprimento do Código, detectados pelos Supervisores, são encaminhados ao Conselho Regulador após avaliação do Comitê de Acompanhamento, para a decisão sobre os processos punitivos. Ao Conselho corresponde a função de iniciar os procedimentos, julgar e decidir sobre a pena aplicável, quando esta seja aplicável. Este órgão está composto por representantes da ANBIMA e por uma maioria de representantes convidados de outras associações e entidades do mercado brasileiro, em geral, a fim de garantir a representatividade de outros setores pertinentes em cada seguimento sob supervisão, o que traz a necessária imparcialidade das decisões adotadas. O Conselho tem autonomia frente à Junta da ANBIMA e é a mais alta instância no caso de juízo dos processos sancionatórios. As sanções incluem cartas de advertência, multas, suspensão do uso de selo e o termo da afiliação.

Nos anos seguintes, a estabilização econômica e o conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, criaram um espaço para a diversificação de atividades, a especialização e sofisticação dos ambientes e dos profissionais que participam nas atividades representadas pela ANBIMA.

Em 2002, foi lançado o Código de Certificação, que inclui a certificação das instituições e pessoas que realizam transações com os clientes. Em 2004, a criação do Código de Custódia introduziu aspectos de controle da estrutura e os riscos na autorregulação da ANBIMA, assim como os procedimentos e equipes que participaram na supervisão direta (in situ) dos processos adotados pelas instituições participantes. Em 2005 a ANBIMA tornou-se membro do IOSCO, ocupando um cargo de membro de seu Comitê de Autorregulação, para discutir os princípios internacionais existentes naquelas entidades e promover a troca de experiências no modelo de regulação privada voluntária com outros afiliados. Em 2006, junto com o lançamento do Código de Atividades de Banca Privada, o Código de Custódia ganhou regras referentes à Controladoria, tornando-se o código de serviços qualificados.

As novas frentes e o crescimento dos seguimentos anteriormente destacados, promoveram um importante amadurecimento dos órgãos de supervisão e dos processos sancionatórios que culminaram com a criação do Código de Processos em 2007, que reúne em um só documento as ações e os procedimentos melhorados ao longo do tempo. Além de promover a consolidação das disposições que foram dispersas em outros Códigos, que poderiam causar eventuais diferenças não planejadas, o Código formalizou as condições de participação e defesa dos implicados, as quais eram anteriormente pouco claras e muito restritivas. Entre os objetivos principais do documento, que atualmente delibera sobre o processo de enforcement da ANBIMA, estão:

- Unificação/padronização: procedimentos, competência dos órgãos e prazos.
- Segurança: clareza e precisão das normas referentes à aplicação dos processos e direitos dos participantes.
- Legitimidade: redução dos riscos legais.
- Credibilidade: documento público oficial a consolidar os procedimentos.
- Ampla defesa e “contraditório”: oportunidade justa de desafio, confronto e melhoria da função dos participantes com respeito ao processo.
- Possibilidade de apresentação dos Termos de Compromisso pelas partes implicadas (Instituições Participantes).

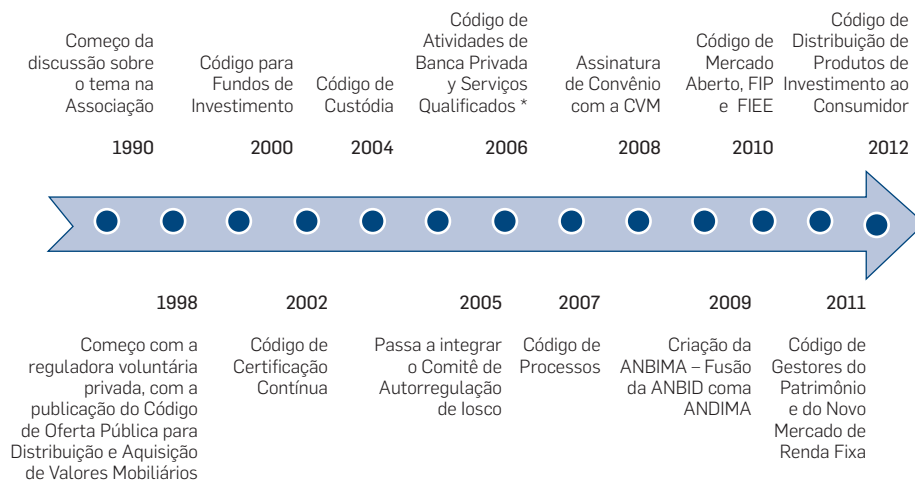
O processo de construção da estrutura de autorregulação da ANBIMA esteve marcado em 2008 pela assinatura de dois convênios com a CVM. O convênio CVM/ANBIMA sobre o procedimento simplificado de registro para a oferta pública de valores estabeleceu o processo de análise prévia da oferta pública de obrigações, criando as condições para acelerar o processo de análises e concessão do registro de oferta. O outro convênio, referente à aplicação de sanções e a assinatura de termos de compromisso, permite a ambas as instituições considerar mutuamente seus processos sancionadores.

O processo de análise prévia da ANBIMA foi consolidado referente às ofertas de obri-

gações e, em 2012, o convênio foi ampliado para incluir uma gama de títulos e ofertas. No ano de 2012, a CVM utilizou pela primeira vez o convênio de sanções, levando em conta em sua decisão o resultado de um processo sancionador concluído pela ANBIMA, frente a uma Instituição Participante, na área dos Fundos de Investimentos.

Nos últimos anos novas atividades foram cobertas pelos códigos de autorregulação da ANBIMA, o que reflete uma maior pluralidade da Associação e dos mercados que ela representa e autorregula. Criaram-se os Códigos de Mercado Aberto (estruturação e negociação de renda fixa em OTC), o de Gestão de Patrimônios, o de Fundo de Investimentos de Capital Privado e Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (Venture Capital y Private Equity Funds), sendo este último em colaboração com a ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital). A iniciativa de estabelecer a autorregulação dos títulos corporativos de longo prazo, com condições específicas para seus mercados primários e secundários, para estimular o uso do mercado de capitais como fonte de financiamento para investimentos em longo prazo, deu origem ao Novo Código do Mercado de Renda Fixa, que já tem suas primeiras emissões (a evolução histórica dos Códigos encontra-se na tabela 3).

Tabela 3: Histórico dos Códigos



* O Código de Serviços Qualificados incorporou o Código de Custódia e incluiu o capítulo da Controladoria.

Os procedimentos atuais da área de Supervisão reforçam as iniciativas encaminhadas para preservar as melhores práticas nos mercados autorregulados pela ANBIMA, com uma crescente contribuição das atividades conexas, tais como a certificação, após terem sido criadas alternativas de especialização voluntária, alinhadas com a qualificação necessária de profissionais, e a educação dos investidores, ampliando o uso do selo ANBIMA para as emissões do Novo Mercado, com o site “Como Investir” e outros

canais de informação. A expansão da supervisão *in situ*, avançando para a supervisão unificada, tem andado de mãos dadas com o aumento do uso de ferramentas de SBR (Supervisão Baseada em Risco): fatores de risco, como história de supervisão e sanções, controles internos, o “tamanho” da instituição, entre outros, dispostos em uma matriz de risco (Impacto/Probabilidade) são considerados para a definição da supervisão. O enfoque de práticas orientadas à capacitação de profissionais e procedimentos, o fortalecimento da supervisão e a preocupação em preparar os investidores para um mercado mais sofisticado e acessível está alinhado com as diretrizes estabelecidas depois da crise financeira internacional nos mercados mundiais de capital.

2. SUPERVISÃO DE MERCADOS DA ANBIMA

A atividade de supervisão dos mercados da ANBIMA tem como objetivo primordial garantir o cumprimento dos princípios e normas contidas nos Códigos da Associação, estabelecidos pelos próprios agentes do mercado voluntariamente.

Para alcançar esses desafios, a área de Supervisão de Mercados, além da supervisão direta (*in situ*), cuja metodologia tem sido desenvolvida em colaboração com uma grande empresa de consultoria e aprovada pelos Comitês e Conselhos correspondentes, realiza até supervisão indireta, mediante análises de dados/informações e a documentação requerida pelos Códigos.

Tabela 4: Universo de Supervisão, até jun/2012

Instituições Participantes		
Código	2011	2012
Fundos de Investimento	641	662
FIP/FIEE	108	159
Certificação	1.187	1.222
Ofertas Públicas	340	338
Atividades de Bancos Privados	21	21
Serviços Qualificados	41	42
Mercado Aberto	149	151
Gestão de Patrimônio	27	28

A área conta com mais de quarenta profissionais, organizados em grupos para responder aos diferentes códigos existentes. A organização em segmentos permite uma especialização adequada no acompanhamento dos assuntos referentes a cada Código ou grupo de Códigos, combinando-se temas que requerem procedimentos similares.

Como já foi mencionado, o esforço tem sido cada vez maior para agregar as tarefas referentes à supervisão direta, à consolidação das equipes de inspeção dos diferentes segmentos em um só ponto de controle unificado. Além de reduzir custos e tempo, a supervisão unificada permite identificar os fatores "cruzados" ou interseções que não se percebem nas visitas isoladas, e elaborar um só informe que se apresentará às Instituições Participantes e à Comissão de Acompanhamento.

Tabela 5: Supervisões Diretas, até agosto/2012

Supervisão Direta realizada (Quantidade / Instituições)		
	2011	2012
Fundos (Administradores)	–	19
Fundos (Gestores)	20	34
Certificação	22	26
Atividades de Bancos Privados	22	26
Serviços Classificados	19	22

A supervisão direta se realiza atualmente em:

- Custódia e Controladoria;
- Certificação;
- Atividades de Banca Privada
- Fundos de Investimentos (Adm. e Gestão)..

Tabela 6: Supervisões Indiretas, por Código, até agosto/2012

	2011	2012
Fundos		
Publicidade	877	351
Valorização do mercado – carteiras administradas	176	44
Mandato (Filtros de Rotina)	234	103
Voto por Procuração	425	458
Certificação		
Acompanhamento do Banco de Dados	3.020	473
Acompanhamento do Certificado Vencido	1.071	1.035
Ofertas Públicas		
Oferta registradas (Autorregulación)	51	31
Ofertas registradas (Convenio)	9	13
Atividades de Banco Privado		
Publicidade	78	108
Sites (Anúncio de Selo + Código)	75	63
Relatório de Idoneidade	20	21
Atualização de Documentos	20	992
Banco de Dados	31	42
Serviços Qualificados		
Sites (Anúncio de Selo + Código)	27	17
Relatório de Auditoria Independente	36	47
Classificações de Custódia e Controladoria	24	14

	2011	2012
Mercado Aberto		
Idoneidade	86	17
Registro de Operadores	–	4.435
Negociação com Títulos Privados	680	11.324
Negociação com Títulos Públicos	–	8.304
Comércio de Derivados	37.767	0
Controles de Organização	233	141
Práticas de Intermediação	–	46
Gestão de Patrimônio		
Site (Anúncio de Selo)	–	26
Relatório de Idoneidade	–	27

A supervisão indireta compõe-se de dois tipos de verificação, qualitativa e quantitativa, conforme a frequência e natureza. Sendo qualitativa a verificação do cumprimento disposto no Código, incluindo o registro obrigatório de documentação, políticas, manuais e informes, assim como uma análise do material publicitário. As equipes analisam a documentação em seus exames e podem requerer informação adicional ou modificação de certos documentos. A atualização destes documentos deve ser relatada e registrada pelas Instituições Participantes da ANBIMA. A supervisão quantitativa se refere ao registro de informação básica e encaminhamento de dados estatísticos diários ou periódicos à Associação, a fim de estabelecer o registro e atualizar os números no banco de dados da Supervisão. O banco de dados permite o acompanhamento constante do comportamento dos seguimentos e o desenvolvimento de filtros estatísticos para apoiar estes avanços.

A supervisão indireta requer o registro e verificação de:

- Documentação inicial, por exemplo, regras e perspectivas (fundos), escritura, perspectivas e informação do emissor (oferta pública).
- Declarações iniciais, por exemplo, a existência de diretor responsável de uma área em particular, a existência de segregação de áreas, a existência de área de cumprimento da isenção requerida para seu funcionamento.
- Manuais, políticas e informes, como o Manual de Preços (valor de mercado) de Controle de Gestão de Liquidez e Informe de Idoneidade (fundos), Políticas de Adequação de Derivados (mercado aberto), Informe dos Certificados Profissionais (certificação) informes de auditoria.

- Registro de dados e informação numérica periódica.
- Pesquisas numéricas específicas.

As ferramentas de supervisão também utilizam a supervisão temática ou pontual, guiadas por determinados fatores, tais como estatísticas dispare, informe de imprensa e evolução macro econômica. A supervisão temática geralmente requer um informe específico: para um conjunto determinado de operações, enquanto a conduta utilizada para determinado produto ou operação utiliza dados de emissões e negócios. Recentemente, foram realizadas em áreas tais como fundos de investimentos e mercado aberto, supervisão temática de produtos complexos ou transações que resultem em comportamento atípico e fechado.

A área de Supervisão está habilitada para impor multas por não cumprimento, quando se produz atraso ou não correção no encaminhamento de uma informação ou dado registrado. As ferramentas e fatores determinantes das supervisões pontuais ou temáticas são discutidos e aprovados pela Comissão de Acompanhamento.

Tabela 7: Procedimentos de Supervisão Utilizados

Procedimentos de Supervisão Utilizados
Direta: <i>In situ</i> , se centra nos controles e processos internos e na estrutura
Indireta: comprovação de documentos oficiais, de Manuais e declarações Qualitativa: formuladas para a Supervisão, verificação dos informes periódicos
Indireta: bancos de dados e filtros estatísticos para supervisionar o comportamento Quantitativa: dos indicadores
Tema/Pontual: verificação de números ou informação sobre uma transação, Produto ou negócio em um período

- **A aplicação de sanções**

Além das multas em caso de não cumprimento, a área de Supervisão também pode emitir Cartas de Orientação ou iniciar um Processo de Apuração de Irregularidades (PAI), conforme disposto no Código de Processos da ANBIMA, o que pode culminar em um processo sancionador contra uma Instituição Participante, devendo ser analisado pela Comissão de Acompanhamento e decidido pelo Conselho de Regulação.

Um resumo das penas se divulga periodicamente no site da Associação, transformando-se assim em conhecimento público. Os Termos de Compromisso também se publicam brevemente. Em geral, estes Termos de Compromisso incorporam medidas como a capacitação e a assistência financeira da ANBIMA.

Todos os recursos financeiros arrecadados das multas e os Termos de Compromisso assinados no âmbito da Supervisão da Associação se destinarão integralmente à esfera da Educação de Investidores e seus projetos. Destaca-se, inclusive, que a criação desta área na ANBIMA foi apoiada por recursos financeiros da assinatura de um Termo de Compromisso.

Em vários segmentos monitorados pela ANBIMA, a atenção às melhores práticas é evidenciada pela licença de uso do Selo ANBIMA pela instituição, produto ou atividade. Esta é uma forma da ANBIMA orientar o consumidor quanto à adesão às melhores práticas relacionadas com o referido produto ou serviço, e assim levar os benefícios da Supervisão para o investidor final.

Um segundo aspecto é referente às mudanças culturais promovidas pela existência de Supervisão na estrutura de autorregulação da ANBIMA: o último objetivo da autorregulação não é observar e castigar irregularidades, mas garantir a execução das operações de forma segura e bem regulada. Em consequência, a área de Supervisão promove visitas educativas, capacitação e oficinas para difundir as melhores práticas entre os membros e afiliados dos Códigos, trabalhando também na prevenção de irregularidades.

Tabela 8: Investigações e Sanções, por Código, até agosto/2012

	2011	2012
Fundos de Investimento		
Solicitação de Esclarecimentos Adicionais	434	136
PAI (Processo de Apuração de Irregularidades)	3	7
Processos Administrativos Iniciados	9	1
Cartas de Orientação (Supervisão)	82	33
Multas Objetivas (Supervisão)	472	68
Termo de Compromisso para suspender o PAI	0	2
Termo de Compromisso para suspender o Processo Administrativo	18	0
Sanções do Procedimento Administrativo (Advertência, Multa, Suspensão do uso do selo, Destituição)	2*	0

* 1 Carta de Advertência e 1 exclusão de membro.

	2011	2012
Certificação		
Solicitações de Esclarecimento	344	264
PAI (Processo de Apuração de Irregularidades)	7	2
Processos Iniciados	1	0
Cartas Educativas	56	71
Cartas de Orientação	152	16
Multas Objetivas	42	10
Cartas de Recomendação	6	0
Termos de Compromisso	0	2
Carta de Nota	0	1
Ofertas Públicas (Autorregulação)		
Solicitação de Esclarecimentos Adicionais	4	0
PAI (Processo de Apuração de Irregularidades)	8	0
Processos Iniciados	2	0
Cartas de Orientação (Supervisão)	5	0
Multas Objetivas (Supervisão)	12	1
Cartas de Recomendação (Comissão e Conselho)	0	1
Termo de Compromisso para suspender o Processo Administrativo	1	0
Atividade de Banco Privado		
Solicitação de Esclarecimento	10	18
Cartas de Orientação	22	27
Multas Objetivas	10	7
Cartas de Recomendação	2	0

	2011	2012
Serviços Qualificados		
Solicitação de Esclarecimento	17	33
Relatório de Sanções	5	3
PAI (Processo de Apuração de Irregularidades)	1	1
Cartas de Orientação (Supervisão)	38	16
Multas Objetivas (Supervisão)	29	20
Cartas de Recomendação (Comissão e Conselho)	0	2
Termo de Compromisso para suspender o PAI	1	0
Mercado Aberto		
Solicitação de Esclarecimento	56	93
Cartas de Orientação	102	111
Gestão de Patrimônio		
Cartas de Orientação	0	3
Multas Objetivas	0	3

Cabe destacar que os Códigos predizem as possibilidades das Instituições Participantes formalizar queixas com respeito a ocasionais infrações cometidas por outras Instituições Participantes, que devem ser apuradas pela área de Supervisão.

Assim, o modelo de autorregulação construído pelos associados da ANBIMA tem características únicas que o diferenciam de outras experiências em autorregulação na comunidade internacional: o modelo de autorregulação voluntária e privada é composto de todos os pilares clássicos característicos das estruturas de regulação do mercado (definição de normas, supervisão e enforcement), e também se complementa com atividades realizadas pela Associação em consonância com os compromissos com seus sócios e a sociedade brasileira: os de *representar* as instituições proporcionando *informação* que contribua para o desenvolvimento sustentável dos mercados e fomenta a *qualificação* profissional e a *educação dos investidores*.

- **Evolução recente**

A recente incorporação do seguimento de distribuição minoritária à estrutura reguladora da ANBIMA deve promover uma maior aproximação das iniciativas de regulamentação da Associação com aquelas focadas na educação dos investidores. Surgiu um crescente número de normas e atividades de supervisão direcionadas ao regime de informação dos produtos oferecidos e títulos distribuídos, assim como a incorporação de práticas e procedimentos de vendas. Incrementar a preparação e o conhecimento dos investidores está a favor da tendência para um mercado mais seguro e sólido, ainda com uma maior sofisticação e democratização das alternativas de investimentos para diferentes públicos.

No final do ano 2012, a Associação deve lançar seu novo código, ampliando suas atividades de autorregulação para os seguimentos minoritários e de alto poder aquisitivo. Em fevereiro de 2013 entrou em vigor o Código de Distribuição de Produtos de Investimentos ao varejo, que estabelece os requisitos mínimos e as melhores práticas para as instituições que operam no seguimento, oferecendo produtos para pessoas físicas ou jurídicas nas filiais bancárias ou outras plataformas de distribuição dirigidas a esse público.

O Código estabelece requisitos mínimos para a distribuição de produtos de investimentos. As instituições, por exemplo, devem contar com profissionais qualificados e com certificados para atenção ao cliente, estabelecer políticas de formação dos profissionais, e incluir nos contratos com os agentes de distribuição subcontratados a obrigação de cumprir os requisitos de autorregulação. Muito além dos requisitos mínimos, o Código estabelece a necessidade de que as instituições sigam diretrizes referentes à publicidade, ao encaminhamento de informação na base de dados e à aplicação da análise do perfil do investidor (idoneidade). As diretrizes serão definidas e divulgadas pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Distribuição de Produtos ao varejo após a audiência pública.

■ 3. EDUCAÇÃO DE INVESTIDORES

O programa de certificação profissional, criado em 2002, correspondia à preocupação das instituições associadas à ANBIMA em capacitar seus empregados para desempenhar suas funções corretamente, o que requer um conjunto de habilidades que se consideram necessárias para o serviço de atenção aos investidores. Enquanto que a certificação atendia a uma parte importante do processo educativo, as instituições participantes também reconheceram a necessidade de proporcionar informação adequada aos investidores, de maneira que os brasileiros possam tomar

decisões conscientes de investimentos. Voltar a atenção à educação e ao treinamento dos investidores foi o passo natural depois da criação do programa de certificação.

Com a consolidação do modelo de autorregulação, a Associação também conta agora com uma nova fonte de financiamento por meio das multas e sanções impostas nos casos de supervisão e enforcement.

As instituições associadas à ANBIMA se comprometeram a utilizar os recursos para financiar iniciativas educativas desenhadas pela Associação. Assim, em setembro de 2004 criou-se o Comitê de Educação da ANBIMA, que agora reúne mensalmente os representantes das instituições membro para discutir e propor iniciativas em matéria de educação. Desde então, faz parte das funções do Comitê desenhar todas as iniciativas de educação, que se dividem em dois pilares principais: iniciativas de educação ao investidor e iniciativas de educação para o desenvolvimento de conhecimento e investigação em nossos mercados.

Neste último grupo estão os prêmios acadêmicos oferecidos pela Associação e os eventos dirigidos à difusão de informação sobre a autorregulação. Estabelecido em 2005, o Prêmio Mercado de Capitais oferece bolsas de estudo de mestrado e doutorado em temas de interesse para os diferentes seguimentos do mercado de capitais. Em 2007, criou-se o Premio de Renda Fixa, que seleciona os melhores artigos científicos para este seguimento no Brasil, com incentivo monetário aos ganhadores.

No mesmo ano da criação da Comissão de Educação, em 2004, também foram colocadas em andamento iniciativas que formam o segundo grupo de ações, que tinha como objetivo oferecer aos brasileiros informação clara, imparcial e educativa sobre o processo de decisão de investimento e sobre produtos e serviços disponíveis no Brasil. No mesmo ano de 2004, o Comitê publicou dois folhetos que foram distribuídos amplamente a seus destinatários: Guia do Investidor e Guia do Estudante. O Guia do Estudante refletia uma preocupação crescente não só no Brasil e que hoje é ainda mais forte: que além de todos os temas tradicionais que devem fazer parte da formação dos jovens, é imperativo a sua instrução sobre questões de investimento para auxiliá-lo a pensar no futuro e em suas economias.

Com a finalidade de atingir um público mais jovem, a Associação implementou, em 2004, a página web "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br), cujo propósito é concentrar a oferta de informação didática e fácil de entender para ajudar os investidores a tomar decisões conscientes de poupança e investimento. Cabe destacar que todas as instituições participantes do Código de Fundos devem, em suas páginas web, indicar o endereço da página web a seus clientes, para proporcionar melhor vi-

sibilidade e difundir a informação proporcionada em Como Investir.

Em 2011, uma pesquisa realizada por um renomado instituto brasileiro a pedido da ANBIMA revelou que as duas primeiras fontes de informação sobre investidores utilizadas pelos brasileiros são o gerente de instituições financeiras e a Internet. De fato, a pesquisa revelou um maior acesso à Internet com essa finalidade. Assim, o Programa de Certificação continua tendo um papel muito importante no processo de educação dos investidores, já que contribuiu para a capacitação dos profissionais de serviços de atenção e atualmente é a fonte mais popular para tratar sobre o tema. Por outro lado, sendo crescente o acesso à Internet, a decisão estratégica da Associação baseou-se em fortalecer a presença ativa da página "Como Investir" e multiplicar os pontos de contato da associação com os investidores: a modernização e atualização das páginas web, com a criação de canais no Youtube, Facebook e outras redes sociais. Hoje, além do conteúdo já tradicional das finanças pessoais, que trata sobre orçamentos e disciplina para poupar, com ferramentas para ajudar os usuários a organizar suas vidas financeiras, a página conta com os principais produtos de investimentos disponíveis no Brasil: fundos de investimentos, ações, obrigações e títulos públicos.

Embora o objetivo da Associação seja a educação do investidor, os membros da ANBIMA compreendem a importância e a necessidade de difundir e fomentar a educação financeira no sentido mais amplo. Portanto, a Associação apoia as iniciativas de educação do governo do Brasil e de outras instituições públicas, cujo objetivo é ajudar os brasileiros a ter uma relação saudável com o dinheiro. A Associação é membro do CONEF (Conselho Nacional para a Educação Financeira), uma organização da qual participam instituições públicas e privadas, e cujo objetivo é determinar as diretrizes da ENEF (Estratégia Nacional para a Educação Financeira), política estatal cuja missão é difundir os conceitos de educação financeira para os cidadãos brasileiros.

A ENEF começou com um projeto piloto que implementou a educação financeira em 800 escolas secundárias no Brasil. Finalizado em 2011, o projeto piloto foi avaliado pelo Banco Mundial, que encontrou provas do sucesso na mudança de comportamento dos jovens em relação às decisões que envolvem dinheiro. Para ajudar na criação e implementação de novos projetos e para difundir o projeto piloto, a ANBIMA criou junto com as entidades do mercado (Febraban, BM&FBovespa e CNSeg) a ABEF (Associação Brasileira de Educação Financeira), que implementa programas de educação conforme as diretrizes da ENEF, visando à busca por recursos privados para financiar esses projetos.

FUNDOS DE GARANTIA DE INVESTIDORES. A EXPERIÊNCIA DO FOGAIN NA ESPANHA

Ignacio Santillán Fraile

Diretor Geral da Gestora do FOGAIN

■ 1. OS SISTEMAS DE INDENIZAÇÃO DE INVESTIDORES

A proteção dos investidores se busca no âmbito regulatório por diferentes meios. Na realidade, é uma parte muito relevante da regulação dos mercados financeiros e, particularmente, dos mercados de valores, de uma forma ou outra, buscando essa proteção dos investidores, de todos os investimentos. Assim, por exemplo, medidas tendentes a melhorar a transparência ou a integridade do mercado, poderiam ser incluídas entre elas.

Um dos âmbitos da regulação tem identificado necessidades de proteção dos investidores, e mais destacadamente dos investidores minoritários ou de varejo, na relação destes com as entidades financeiras que prestam serviços de investimentos.

Neste âmbito há dois tipos de medidas regulatórias. Uma trata de equilibrar, dentro do possível, a intensidade de informação e conhecimento entre estas entidades e seus clientes, introduzindo medidas orientadas para equilibrar a situação, próprias da proteção de consumidores (estabelecimento de normas de conduta, obrigação de gestão de situações de conflitos de interesse, estabelecimento de obrigações de informação ao cliente, obrigatoriedade de cumprimentos de documentos contratuais, de registros, etc.).

Outras medidas vêm sendo orientadas a proteger mais diretamente os interesses patrimoniais dos clientes destas entidades. São medidas regulatórias, tais como aquelas que estabelecem normas para manutenção da custódia de valores, a separação dos ativos próprios dos clientes, as normas de investimentos dos fundos de clientes, a proibição da utilização dos ativos dos clientes por conta própria sem autorização, etc.

Dentro destas medidas regulatórias orientadas à proteção dos interesses patrimoniais dos investidores, que serão complementadas com outras medidas no âmbito do direito de sociedades, de representação de valores ou concursada, é uma realidade estendida à criação de sistemas de indenização de investidores que, de alguma forma, supõem um elemento de fechamento neste esquema de proteção.

São muitas as jurisdições que contam com sistemas de indenização de investidores. Fundamentalmente, se trata de sistemas organizados para poder compensar patrimonialmente esses investidores, clientes de entidades financeiras, que podem ver defraudadas suas expectativas de recuperação do dinheiro, valores ou instrumentos financeiros confiados a uma entidade, caso a mesma resulte insolvente.

A finalidade deste tipo de instituição não é a de cobrir aos investidores dos riscos próprios dos investimentos, o risco de investimento ou de crédito, mas cobrir sua posição como cliente de uma entidade financeira. Assim, com caráter geral, é a falta de disponibilidade do dinheiro ou valores confiados a uma entidade que se cobre com um sistema desta natureza.

Para compreender a entrada destes sistemas na estrutura institucional do mercado de valores, resulta relevante levar em conta que a realização de investimentos implica basicamente dois tipos de riscos. Por um lado, os próprios da evolução dos investimentos em si, o que inclui a evolução de preços, a possibilidade de uma perda do valor do instrumento em questão por sua própria estruturação, seria o caso, por exemplo, dos instrumentos estruturados, ou a impossibilidade por parte do emissor de fazer frente a suas obrigações de pagamento tanto de rendimentos dos instrumentos, como do vencimento dos mesmos.

Porém, os investimentos, necessariamente, se realizam através de entidades profissionais, membros do mercado ou simples receptores e transmissores de pedidos ou buscadores de contrapartidas, ao tempo que a custódia dos investimentos em várias jurisdições requer também a participação de entidades profissionais que possam realizar esta atividade. Por último, a profissionalização neste âmbito abrange também as atividades de gestão de carteiras e assessoramento de investimento.

Estes três elementos, necessidade de intermediação, labores de custódia e atividades de gestão de patrimônios, têm como denominador comum o que os investidores devem, com o tempo, tornarem-se clientes de entidades autorizadas a prestar estes serviços. Para investir, é necessário requerer o concurso deste tipo de entidade.

Na dinâmica própria da relação dos investidores com estas entidades, os clientes têm posições de riscos com as mesmas. Não de risco de investimento, mas tipicamente risco operacional quando o cliente aporta dinheiro para a aquisição de valores, ou valores ou outros instrumentos financeiros em custódia, ou se delega a gestão do próprio patrimônio.

Se pode dizer que é a própria regulação, ao incorporar como necessária a participação destas entidades, restringindo certas atividades, daquelas que possuem li-

cença, o que se espera deste tipo de risco no processo de investimento, risco que faz parte e é próprio do investimento realizado, e é a regulação que, em ocasiões, vem tentar reduzir o risco por meio da criação dos sistemas de indenização de investidores.

No entanto, é neste âmbito de limitação de risco que se supõe para os investidores a necessária conversão em cliente de entidade financeira para poder investir, quando surgem então os sistemas de indenização de investidores. E é esta realidade que define, também, seu âmbito de cobertura, focado como já mencionado na cobertura dos riscos derivados da intervenção de uma entidade financeira em todo o processo de investimento, custódia e gestão.

Identificada a finalidade deste tipo de instrumentos, resulta claro que a primeira consequência de sua existência é o reforço da confiança dos investidores, que poderão somente levar em conta os riscos próprios do investimento. Assim, não será necessário realizar uma due diligence ou análise do intermediário. O risco da utilização do intermediário estará coberto por um sistema de indenização de investidores, mas com limitações, como veremos.

E isto nos leva a uma característica geral deste tipo de sistemas. Sua cobertura se estende a clientes a quem não resulta exigível, por carência de meios ou conhecimentos, a realização da referida due diligence dos intermediários com quem opera. Entretanto, frequentemente se limita a cobrir clientes dos denominados varejo ou minoritários.

Este tipo de sistema, por outro lado, apresenta como consequência um incremento do nível de confiança dos investidores nas entidades financeiras.

Como mencionado anteriormente, se pode acrescentar que os fundos de garantia de investimentos constituem instrumentos com uma finalidade real múltipla, já que sendo enfocados na proteção do investidor, seus efeitos se estendem a outros âmbitos do mercado de valores.

Assim, clientes mais protegidos e, portanto, com mais elevado nível de confiança, permitirão um potencial maior de desenvolvimento de negócio das empresas que prestam serviços de investimentos, o que implica um potencial maior de investimentos em valores negociáveis. E também, estes sistemas supõem um elemento de rebaixamento dos níveis de tensão social e pressão sobre supervisores e autoridades judiciais, quando uma situação de insolvência de uma entidade financeira prestadora de serviços de investimentos possa afetar uma coletividade de investidores.

Portanto, sobre a finalidade inicial e clara de proteção dos interesses patrimoniais dos investidores em certos supostos, se deve acrescentar o efeito colateral positivo que este tipo de instituição tem para as mesmas entidades, o mercado, os supervisores e as autoridades judiciais.

Estas utilidades têm sido claramente confirmadas pela experiência espanhola do Fundo de Garantia de Investimentos para empresas de serviços de investimentos (o FOGAIN), como detalhamos mais adiante.

Este tipo de instituição não são somente "caixas de dinheiro", mas devem ter uma vocação de instrumento útil na resolução dos diversos problemas específicos, que podem apresentar situações de insolvência em entidades prestadoras de serviços de investimentos, particularmente a questão da proteção patrimonial dos clientes e investidores.

Neste sentido, os sistemas de indenização de investidores podem responder a desenhos organizacionais de financiamento, cobertura e diferentes funcionamentos.

Assim, um sistema pode estar vinculado a uma gestão pública ou privada, pode estar financiado ex ante ou ex post e as fontes de financiamento podem ser diferentes; pode cobrir as diferentes tipologias de clientes, entidades ou operações, pode participar com mais ou menos poderes na gestão das situações de insolvência, ou promover a satisfação das indenizações submetendo-se a procedimentos e comprovações diferentes.

Os aspectos organizacionais, operativos, funcionais e financeiros permitem identificar sistemas com características diferentes em diversas jurisdições, mas as qualidades positivas destacadas acima podem ser pregadas, com mais ou menos qualificações, de todos eles.

No caso de uma significativa repercussão internacional, tem despertado a importância da existência de sistemas adequadamente organizados, preparados e financiados, para atender situações de insolvência de entidades que prestam serviços de investimentos. Estamos nos referindo a casos como a Lehman Brothers, com implicações em várias entidades e jurisdições, a Madoff, ou MF Global. No tocante particularmente à Espanha, casos como o da AVA Assesores de Valores, A.V., S.A. ou da Gescartera Dinheiro, A.V., S.A. têm sido os que mais claramente manifestaram a utilidade deste tipo de sistema de indenizações de investidores.

2. BREVE APARÊNCIA DA SITUAÇÃO GLOBAL EM MATÉRIA DE SISTEMAS DE INDENIZAÇÃO DE INVESTIDORES

A figura dos fundos de garantia de investimentos encontra-se presente em diversos âmbitos regionais do mundo.

Assim, a nível europeu, a Diretiva 97/9/CE de 3 de março, “referente aos sistemas de indenização de investidores”, exigiu a todos os Estados membros da União Europeia o estabelecimento de sistemas de indenização de investidores. Esta Diretiva harmoniza somente o mínimo que este sistema deve cumprir, e assim por sua vez permitiu a existência de sistemas desta natureza em todas as jurisdições da União Europeia, e bem organizados de forma diferente quanto a seu financiamento, cobertura, funcionamento, organização, etc.

A Comissão Europeia lançou em Fevereiro de 2009 uma consulta pública sobre a necessidade de melhorar esta regulação europeia para promover o papel deste tipo de sistema, garantindo melhor seu papel como instrumento de garantia dos interesses patrimoniais dos investidores, clientes das entidades que prestam serviços de investimentos. Posteriormente, em julho de 2010, publicou uma proposta de Diretiva que abordava, como consequência da experiência e também como reação às situações de crises vividas, uma modificação desta Diretiva que promovesse uma maior harmonização, uma melhoria dos mecanismos de financiamento dos sistemas e uma extensão de seu âmbito de cobertura.

Entretanto, a proposta abordava, junto a alguns aspectos de adaptação desta Diretiva, as regulações europeias posteriores (como a cobertura de atividades ou de determinados clientes) uma maior harmonização quanto à cobertura máxima, que atualmente se fixa em 20.000 euros por cliente, mas que em cada jurisdição pode incrementar; a extensão do princípio de financiamento dos fundos ex ante, ou seja, a obrigação de que se trata de sistemas que estejam pré-financiados com aportes de coberturas das entidades, o que inclui a tentativa de determinar um mínimo de objetivo dos fundos; a análise de possível cobertura por insolvência dos sub-custódios ou dos depositários de instituições de investimento coletivo; melhorias na tramitação e no prazo de resolução das solicitações de indenização pelos investidores, etc.

Enquanto este Projeto encontra-se atualmente em discussão nas diferentes instituições europeias e em alguns aspectos não estão resultando simples de harmonizar a nível europeu, esta iniciativa da Comissão é uma clara manifestação da importância que se outorga a este tipo de sistema.

Nos Estados Unidos, o sistema de indenização de investidores é gerido pelo SIPC (Securities Investor Protection Corporation). Este sistema foi criado pela Securities Investor Protection Act de 1970. Recentemente tem atendido alguns dos casos mais relevantes a nível internacional, como os casos da Lehman Brothers, Madoff ou MF Global.

Em uma manifestação a mais da relevância que se outorga ao funcionamento eficiente deste sistema, em junho de 2010 foi criado um Grupo de Trabalho formado por membros de alto nível e presidido pelo Presidente do SIPC, com a finalidade de estudar medidas de melhoria e modernização do SIPC. Este Grupo de Trabalho produziu em fevereiro de 2012 um informe que continha 15 (quinze) recomendações para a melhoria e modernização do SIPC.

Na China, o Securities Investor Protection Fund (SIPF) tem um tamanho considerável e uma vocação de proteção dos clientes de firmas de investimentos, incluindo um sistema de indenização em caso de insolvência das entidades cobertas.

Outras jurisdições relevantes como o Canadá (Canadian Investor Protection Fund, ou CIPF), recentemente ativa no caso da MF Global no Canadá, o Japão (Japan Investor Protection Fund) e outros países asiáticos, contam também com sistemas de proteção de investidores.

Todo o tema mencionado acima leva a considerar que os sistemas de proteção de investidores constituem um instrumento amplamente estabelecido em diferentes regiões do mundo, e apreciado positivamente em todos os aspectos, com diferentes esquemas organizacionais, funcionais ou financeiros.

■ 3. EXPERIÊNCIA DO FOGAIN NA ESPANHA

- Existência de fundo no sistema financeiro espanhol

No ano de 2001 foi aprovada na Espanha a norma que dava cobertura à criação de um fundo de garantia de investimentos para empresas de serviços de investimentos e também para estender a cobertura dos fundos de garantia de depósitos de entidades de crédito aos investimentos de seus clientes. Com base nesta regulação, foi criado o Fundo Geral de Garantia de Investimentos (FOGAIN), que cobria inicialmente as Sociedades e Agências de Valores (esta cobertura se estendeu posteriormente às Sociedades Gestoras de Carteiras e a algumas Sociedades Gestoras de Instituições de Investimentos Coletivo). As entidades de crédito estão cobertas pelo Fundo de Garantia de Depósitos.

A criação do FOGAIN não foi uma tarefa simples, como não se pode criar uma organização do zero, já que deveriam, por exigência legal, envolver todas as sociedades e agências de valores em um número superior a cem, e já que se devem determinar os critérios de aportes de seus membros. E assim, ao mesmo tempo elaborar e aprovar a correspondente regulação em uma matéria nova por completo. Não eram temas menores à análise das implicações que os investimentos poderiam ter nas entidades investidoras, os mecanismos de remissão de informação que permitissem calcular referidos aportes, ou a organização corporativa da gestão do sistema.

A estes elementos deve ser acrescentado que o FOGAIN surgiu com cobertura retroativa. Sua normativa de criação faz recair sob sua cobertura aqueles casos de insolvência de sociedades ou agências de valores que deveriam ter sido declaradas insolventes desde julho de 1993, data de entrada em vigor da Diretiva europeia sobre Serviços de Investimentos.

Esta cobertura retroativa teve duas consequências imediatas: a primeira, a necessidade do FOGAIN de começar a funcionar desde o primeiro dia de sua existência, mesmo sem dotação de meios materiais e pessoais, e a segunda, a necessidade de atender pagamentos de indenizações sem ter um patrimônio suficiente acumulado.

A primeira das consequências foi gerida com a dedicação e envolvimento de um Conselho de Administração formado por representantes do setor, com uma estreita colaboração do supervisor, e com a contratação de forma rápida dos meios e o pessoal necessário. A segunda se cobriu por meio de regulação. A Lei estabeleceu que em caráter extraordinário e somente para a cobertura dos casos afetados pela reação da cobertura do FOGAIN, os Fundos de Garantia de Depósitos já existentes e financiados na Espanha contribuiriam com uma parte significativa da quantia de dinheiro necessária.

Portanto, entre 2001 e 2002, o FOGAIN organizou sua estrutura de governo, que incorpora a representante das entidades mais relevantes do setor, com representantes da CNMV e outros de cada uma das comunidades autônomas com competência em matéria de mercados organizados de valores, colocou em funcionamento sua estrutura operativa e iniciou seus processos de indenização a investidores, junto com os processos orientados para a recuperação do que já foi pago.

Portanto, a criação e o funcionamento do FOGAIN requereu do setor um esforço importante, contou com a colaboração positiva das entidades em geral e o apoio da Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNMV), o que permitiu dar os passos adequados, no sentido correto.

Além da necessidade de organizar uma estrutura adequada, o FOGAIN se deparava perante uma situação em que todos os elementos eram novos e se sentia uma pressão lógica por atender com agilidade o pagamento de indenizações aos clientes de entidades como Gescarteira Dinheiro, A.V., S.A. o AVA Assessores de Valores, A.V., S.A.

O Conselho da Gestora do FOGAIN teve como objetivo, em todo momento, a eficiência e agilidade em atender tais indenizações, resolvendo as complicações técnicas, operativas e jurídicas que todo novo sistema desta natureza deve enfrentar.

- **Estruturação do FOGAIN**

O FOGAIN foi articulado legalmente como um patrimônio isolado denominado Fundo Geral de Garantia de Investidores, alimentados pelas contribuições anuais que realizam as entidades aderidas, mais o rendimento dos investimentos deste patrimônio, mais o valor das quantidades que o Fundo possa recuperar dos valores satisfeitos em indenizações. E ainda, uma sociedade gestora denominada Gestora do Fundo Geral de Garantia de Investidores, S.A., que administra o Fundo, mantém os quadros de pessoal e materiais necessários, atende às solicitações de indenizações e administra as gestões de recuperação.

Trata-se de um esquema cujo financiamento é estritamente privado. A Gestora tem um Conselho de Administração composto, atualmente, por 14 das entidades cobertas mais relevantes. Conta também, com uma Comissão Delegada do Conselho, um Comitê de Auditoria e um Diretor Geral responsável pelo funcionamento diário da Gestora e do Fundo.

Como já foi mencionado, esta estrutura privada é complementada com o fato do FOGAIN ser submetido à supervisão da CNMV, e como uma amostra do acompanhamento de seu funcionamento, a Lei prevê que um representante da CNMV esteja presente no Conselho da Gestora do FOGAIN com voz, mas sem voto. Este representante zelará para que os acordos do Conselho se ajustem à regulação do FOGAIN e a sua finalidade legal. Esta finalidade tem a capacidade legal de solicitar da CNMV a suspensão dos efeitos de acordos do Conselho quando os entendimentos forem contrários à regulação e afins.

Contudo, há um representante no Conselho da Gestora do FOGAIN, de cada uma das três comunidades autônomas, com competências em matéria de mercados organizados de valores, sendo: País Basco, Catalunha e Comunidade Valenciana.

Esta estrutura de governo revelou-se como realmente útil para a especificação das

finalidades do FOGAIN. Combina um desenho onde as decisões são tomadas pelo setor, tanto quanto a determinação da cobertura deve estender-se a um caso determinado, como qual seja a melhor forma de proceder quando se apresentam circunstâncias específicas que requerem análises tanto jurídicas quanto operativas da situação e da posição de clientes definidos. Assim, por exemplo, na identificação de potenciais situações fraudulentas de entidades ou clientes frente ao sistema de cobertura, ou no entendimento da estrutura de serviços aos clientes, o valor acrescentado da experiência dos membros do Conselho tem sido extremamente útil.

Isto, unido ao contato estreito com o supervisor em todo momento, com quem são coordenadas as atuações, tem permitido uma gestão eficiente das situações que o FOGAIN deve atender.

Esta característica de tratar-se de um esquema de contribuição privada, o qual é a representação do setor que tem a responsabilidade de sua gestão, levou ao aproveitamento da infraestrutura do FOGAIN para acolher Grupos de Trabalho que permitam tratar de diversas questões que possam afetar as empresas de serviços de investimentos e fazer chegar o resultado até as autoridades. Durante os últimos cinco anos, esta atividade propôs um mecanismo para que o setor possa repassar suas opiniões sobre as iniciativas de regulação tanto a nível nacional como europeu.

Esta atividade teve um desenvolvimento positivo, e foi concluída com um representante do FOGAIN no Comitê Consultivo da CNMV e no Comitê Consultivo de ESMA (European Securities and Markets Authority), correspondente ao âmbito de proteção de investidores e intermediários.

Por estas duas vias, e por meio de Grupos de Trabalho que cobrem âmbitos específicos de atividade (cumprimento normativo, operativo de mercados, e contabilidade e solvência) têm sido repassadas opiniões setoriais para as autoridades e supervisores referentes a varias iniciativas normativas ou regulatórias, ou medidas supervisoras de caráter geral, com significativo apoio das entidades envolvidas. Entretanto, o FOGAIN trata neste mesmo âmbito qualquer iniciativa de suas entidades aderidas que possam afetar o setor como tal.

Também se pode ressaltar o efeito que o envolvimento do setor na gestão de um sistema de indenização de investimento pode ter no reforço da disciplina do mercado. Assim, o fato de que a insolvência de uma entidade aderida pode levar a descapitalizar o fundo do dinheiro oriundo da contribuição por todas as entidades, junto com a possibilidade legal de que o FOGAIN possa pedir a contribuição de entorno extraordinário em caso de insolvência de uma entidade aderida. A evidência acentuada da sensibilidade em que as entidades encontram-se devido a potenciais práticas inad-

quadas no cumprimento das normas, isto leva a afetar patrimonialmente outras entidades.

Neste sentido, é relevante que no caso mais recente coberto pelo FOGAIN, tenha sido apoiada e promovida a declaração de responsabilidade dos administradores da entidade insolvente enquanto não cumpriram normas de conduta relevantes no tocante à separação, e não utilização, por conta própria, do efetivo pertencente aos clientes.

Por último, todas as entidades aderidas ao FOGAIN devem ser acionistas da sociedade Gestora. Para tal efeito, todos os anos se adapta o capital social para refletir uma participação proporcional à contribuição que a cada um corresponde realizar em cada exercício. Desta forma, todo o setor tem capacidade legal de solicitar informação a Gestora, ao ser assistido pelos direitos próprios dos acionistas de uma sociedade anônima. No entanto, as contas anuais, tanto do Fundo como da Gestora, se submetem a auditoria de contas externas com caráter anual por uma empresa auditora de nível máximo que atualmente é a Pricewaterhousecoopers. As contas anuais de ambos, Fundo e Gestora, junto com os informes de auditoria e a gestão do Conselho, são submetidas à aprovação da Junta Geral de Acionistas, conforme estabelece a normativa de sociedades anônimas.

Todo resultam em um nível de transparência para as entidades aderidas e de submissão da gestão ao seu controle que também é considerada idônea.

De acordo com o que foi abordado anteriormente, tanto da perspectiva da experiência e do saber fazer na gestão de situações de cobertura do FOGAIN, como nas tarefas de apoio ao setor, no efeito positivo sobre a disciplina do mercado, e na transparência e submissão ao controle do setor, a estrutura de governo, baseada na gestão pelo setor do FOGAIN, com uma estreita colaboração com o supervisor, tem se manifestado eficiente.

- **Entidades cobertas**

A cobertura dos fundos de garantia de investimentos deve ser estendida a todas as entidades que podem prestar serviços de investimento que derivam de clientes cobertos que podem ter confiado em uma entidade financeira efetiva e/ou de valores para a prestação de tais serviços de investimento.

A essência destes sistemas, como foi mencionado, é cobrir determinado perfil de clientes, tipicamente aqueles denominados de varejo ou minoritários, dos riscos que podem ter com a entidade que lhes presta o correspondente serviço. Este risco pode ser de custódia ou gestão. Ambos têm como elemento comum a exposição do clien-

te ao risco de uma atuação inadequada, que leve a perda dos valores ou do efetivo pertencentes ao cliente.

Na Espanha, foi separada a cobertura das entidades de crédito do resto das entidades. A cobertura para os investidores clientes de entidades de crédito corresponde ao Fundo de Garantia de Depósitos. A cobertura das demais entidades, aquelas que não são entidades de crédito, corresponde ao FOGAIN.

As entidades cobertas pelo FOGAIN, e cuja adesão ao mesmo é legalmente obrigatória, são aquelas cuja autorização lhes permite prestar a clientes cobertos pelo FOGAIN serviços de investimentos que são suscetíveis de colocar esses clientes em uma posição de risco de custódia ou gestão frente à entidade.

Além disso, tratam-se das Sociedades de Valores, as Agências de Valores, as Sociedades Gestoras de Carteiras e aquelas Sociedades Gestoras de Instituições de Investimentos Coletivo (SGIIC) que, além de realizar a atividade de gestão de IIC, também são habilitadas por uma extensão de sua declaração de atividades e termos de autorização a prestar serviços de investimentos a clientes individuais, diferente das IIC.

As Sociedades de Valores e as Agências de Valores podem prestar serviços de custódia a seus clientes, separado do serviço de intermediação e de gestão de carteiras. Entretanto, as Sociedades de Valores podem operar frente ao mercado e frente a seus clientes, emprestando dinheiro para a aquisição de valores, por exemplo, por conta própria, assumindo risco frente a seu balanço. As Agências de Valores somente podem operar profissionalmente por conta de terceiros.

As Sociedades Gestoras de Carteiras não podem prestar o serviço de custódia, porém, podem prestar serviço de gestão de carteiras.

No entanto, as SGIIC podem estender suas atividades em gestão individualizada de carteiras. Somente estas o podem fazer e portanto, não se limitando à gestão de Instituições de Investimento Coletivo (IIC), terão que aderir ao mesmo.

Atualmente, o FOGAIN conta com um total de 142 entidades aderidas.

- **Financiamento do Fundo e contribuições de suas entidades**

O FOGAIN como sistema de financiamento ex ante oferece uma imagem de segurança e capacidade operativa que não seria um fundo sem patrimônio acumulado, evitando o efeito pro cíclico dos esquemas de financiamento ex post.

Como constatamos, o FOGAIN tem neste momento um total de 142 entidades aderidas que realizam contribuições anuais ao mesmo, e participam como acionistas na Gestora que gerencia o FOGAIN na mesma proporção que as contribuições anuais que realizam o mesmo. Os critérios para a determinação das contribuições a realizar pelas diferentes entidades aderidas se fixaram pelo artigo 8 do Real Decreto 948/2001.

Estes critérios são o reflexo de dois tipos de considerações. Por um lado, tratando-se de um sistema de cobertura, o custo do mesmo deve ser computado às entidades de acordo com o uso potencial da mesma que se devia fazer para seu desenvolvimento. Isto significa que haverá de levar em conta elementos de natureza variável que permitem ajustar o valor das contribuições ao volume do risco potencial que cada entidade aderida, por sua vez, contribui para o sistema.

Por outro lado, resulta claro que a previsão e quantificação definida dos riscos neste âmbito não são simples. Não aporta mais risco necessariamente quem tem mais clientes ou mais valores, em um cenário em que o risco fundamental é de natureza operacional (fraude, erros administrativos, falta de controle interno) com exceção de quebra de um sub-custódios, onde tal risco operacional é mais limitado e se refere mais ao sub-custódios.

Esta realidade faz uma medição ajustada de riscos mais complexos, e provoca a fixação para todas as entidades aderidas a um mínimo de contribuição anual, cuja quantificação vem de um critério de capacidade econômica e não diretamente de atividade diretamente vinculada ao risco que potencialmente deveria cobrir o sistema. Deve-se estabelecer uma contribuição fixa escalável de acordo com o volume bruto de comissões percebidas no exercício precedente.

Outra das características é que a determinação da posição de risco das entidades ou, em geral, do cálculo das contribuições, se realiza somente uma vez por cada exercício. Isto implica que o sistema não está desenhado para adaptar-se de uma forma permanente ao perfil de risco das entidades. Pedir informação às entidades com frequência menor à anual e calcular contribuições em períodos menores, implicará em um aumento de custos administrativos e operacionais provavelmente não justificados. Neste sentido, não deve perder-se a perspectiva. Os critérios de contribuição de um fundo de garantia de investimentos tratam de ajustar os perfis de risco dentro do possível, mas supõem antes de tudo, uma contribuição a um sistema coletivo de cobertura. Isto quer dizer que cada entidade não está contribuindo para cobrir seus clientes, mas que está realizando uma contribuição a um sistema de cobertura coletiva, cuja quantificação leva em conta os elementos já discutidos anteriormente. Isto faz com que o sistemas seja menos dispendioso e mais eficiente em seu funciona-

mento e gestão que soluções baseadas em contratos de seguros.

De acordo com o anterior, os critérios de quantificação das contribuições anuais das entidades leva em conta o valor bruto de renda por comissões, o número de clientes cobertos, e o importe dos valores e do efetivo confiados à entidade, seja em custódia ou gestão, por clientes cobertos.

- **Atuação dos fundos de garantia de investimentos**

A experiência, tanto nacional como internacional, permite concluir que os casos de insolvência das empresas de serviços de investimentos são difíceis de prever. O resultado disto é que quando ocorrem e se mostram, o sistema de indenização de investidores não tem informação prévia e deve atuar reagindo e com agilidade.

Não se pode menosprezar de modo algum a importância que tem uma boa supervisão das entidades na minimização dos efeitos prejudiciais da insolvência de uma entidade desta natureza. Que os fatos possam potencialmente dar lugar a situações de insolvência que não sejam sempre previsíveis, não quer dizer que não se pode dispor de controles e informação prévia pelo supervisor, que permite realizar uma gestão mais rápida e eficiente da situação de insolvência aos diferentes órgãos de gestão da mesma, Juiz, Administração Concursa, Fundo de Garantia de Investimentos, reduzindo, dentro do possível, o tempo necessário para a resolução da situação criada em caso de insolvência.

Portanto, se pode apontar como elementos essenciais na gestão de uma situação de insolvência de uma empresa de serviços de investimentos, a partir da perspectiva do funcionamento de um fundo de garantia de investimentos, os seguintes:

- Acesso à informação. Isto implica que tanto o supervisor que tem os antecedentes da entidade insolvente quanto os órgãos do Concurso Judicial, proporcionam e facilitam o acesso do gestor do Fundo à informação referente a operações de clientes e da própria entidade, saldos, etc.
- Colaboração dos órgãos de gestão da insolvência (Juiz, Administração Concursa).
- Métodos de trabalho predeterminados para atender às solicitações de indenização, tramitação, cálculo das posições brutas dos clientes, apreciação e emissão de propostas de indenização.
- Preparar desde o início da gestão da situação de crise, os passos que se devem dar no âmbito da recuperação. O sistema deve ser incisivo em tratar de recuperar o dinheiro pago em indenizações, buscando para esse caso a determinação legal de responsabilidades por parte de terceiros ou entidades, incluindo os gestores da entidade insolvente.

Nesta perspectiva, podemos dizer que a proteção dos ativos dos clientes é uma questão que cobre diversos âmbitos de regulação como: (i) a proteção dos direitos de propriedade dos investidores com um regime adequado e seguro de registro da titularidade de valores desmaterializados, (ii) o estabelecimento de normas de conduta que impedem a disposição dos valores e efetivos dos clientes sem a sua autorização expressa, (iii) normas estritas de separação dos ativos e dinheiro, no seu caso, dos clientes, com respeito aos próprios da entidade, (iv) uma supervisão eficiente, (v) uma regulação concursa que permita o reconhecimento imediato das posições de titularidade dos clientes em caso de insolvência da entidade e sua entrega a seus titulares e, por último, (vi) um sistema rápido, eficiente e integrado de resolução de situações de insolvência, no qual se incluiria a existência de um fundo de garantia de investimentos com conhecimentos, capacidades técnicas e operacionais, e financiamento adequado, que permite uma tramitação e uma satisfação dos interesses patrimoniais dos clientes afetados o mais rápido possível.

Os sistemas de indenização de investidores constituem assim, um elemento de fechamento de outras medidas regulatórias e supervisoras que devem fazer do investimento através de entidades financeiras uma atividade com alto grau de segurança para os interesses patrimoniais dos investidores.

- **Casos atendidos**

O FOGAIN, até a presente data, tem atendido a clientes de seis entidades. Destas seis entidades, tão somente uma, a Sebroker Bolsa, A.V., S.A., tem sido declarada no Concurso Judicial com posterioridade à criação do FOGAIN. Neste caso, todos os investidores cobertos pelo FOGAIN, e graças a sua existência, têm recuperado, ou estão em condições de recuperar, a totalidade de seus investimentos e efetivo.

As demais entidades atendidas são cobertas pelo efeito da cobertura retroativa com que surgiu o FOGAIN. O total de indenizações pagas soma quase 66 milhões de euros pagos a aproximadamente mais de 9.000 clientes.

Vejamos brevemente as circunstâncias dos dois casos mais significativos, assim como do único ocorrido com posterioridade à criação do FOGAIN.

A AVA Assesores de Valores, A.V., S.A. era uma agência de valores situada em Zaragoza. Estabeleceu uma operação habitual com uma entidade bancária situada em um paraíso fiscal, através da qual adquiria carros devolvidos financiados em 50%. Este banco, por sua vez, adquiria os mesmos carros devolvidos no mercado, financiados a 90%. Os valores assim adquiridos pela agência espanhola eram penhorados em favor do banco, e este penhorava os adquiridos no mercado em favor de quem outorgou o financiamento. Com o tempo, a agência espanhola tinha depositado neste

banco uma parte significativa do dinheiro confiado por seus clientes.

A declaração de insolvência do banco implicou na execução da garantia por parte dos credores financiadores do mesmo, perdendo a agência espanhola uma parte muito importante dos valores adquiridos, a maioria deles por conta de seus clientes. Com o passar do tempo, a agência não conseguiu recuperar o dinheiro depositado de seus clientes.

Esta circunstância levou a uma declaração de suspensão de pagamentos da agência espanhola, dentro do qual foi possível devolver aos clientes uma parte do dinheiro entregue à entidade, entretanto, não foi possível devolver os valores adquiridos através do banco em questão.

A tarefa do FOGAIN consistia em indenizar estes valores não recebidos e por parte do efetivo, não restituindo até hoje o valor de 38,5 milhões de euros.

A Gescarteira Dinheiro, A.V., S.A. desenvolvia diferentes operações com seus clientes, que classificava em clientes de renda variável ou fixa. As contribuições dos clientes de renda fixa não foram investidas realmente, mas sim subtraídas, enquanto os juros continuavam a ser pagos. Os clientes de renda variável tinham uma atividade real, mas foram sendo despojados de seus valores de forma gradual, recolhendo no tempo, benefícios para uns e perdas para outros, que na ocasião eram fictícios.

A tarefa do FOGAIN tornou-se facilitada neste caso pelo trabalho prévio realizado por peritos judiciais, designados no âmbito de um procedimento penal, que revisaram as contas da Gescarteira Dinheiro e todas suas entidades vinculadas e responsáveis, na época das movimentações de valores e posição dos clientes.

A tarefa do FOGAIN consistiu em indenizar os clientes em coerência com esta informação, até a presente data um valor de 25,7 milhões de euros.

A Sebroker Bolsa, A.V., S.A. era uma entidade cuja principal atividade consistia na gestão de carteiras através de trading para alguns clientes muito relevantes, vinculados à própria entidade. Uma queda no rendimento da estratégia de investimento fez estes clientes deixar de utilizar a entidade. Neste cenário de significativa redução de ingressos, os responsáveis da entidade utilizaram para cumprir obrigações de pagamento da mesma, efetivo depositado por um coletivo de clientes minoritários, que significavam uma parte residual da atividade da entidade.

A tarefa do FOGAIN consistiu em indenizar estes clientes por parte do efetivo que não foi possível a sua restituição até a presente data, por um valor de 816.000 euros.

Como se pode constatar, cada situação teve um perfil diferente, com circunstâncias

operacionais e de relação de clientes com sua entidade.

Porém, uma das características intrínsecas aos diferentes casos que o FOGAIN tinha que atender, é a necessidade de conhecer profundamente o perfil de negócio e de clientes que as entidades em crises tinham. Isto permitiu identificar diversos perfis de relação jurídica entre diferentes tipos de clientes e a entidade em crise, o que, por sua vez, permitiu identificar as posições credoras globais de cada cliente perante a entidade em crise, e proceder a sua apreciação conforme a ordem da normativa.

São inúmeros os elementos que se deve prestar atenção neste tipo de situação. Assim, a obtenção de informação, as análises da mesma, a apreciação dos ativos, a avaliação da situação e as contas de cada cliente, a avaliação das situações de exclusão e cobertura, basicamente os investidores institucionais ou os vinculados à entidade em crise, a imputação de saldos compartilhados em contas, etc. Todos estes elementos fazem destes processos algo necessariamente complexo, que deve ser desenvolvido no menor prazo de tempo possível.

Na gestão das situações atendidas, e na fixação de critérios nestes processos, o FOGAIN tem contado com a colaboração do supervisor, a CNMV, como já foi mencionado em seu Conselho através do representante legal, com quem coincide na última finalidade do sistema de proteção do investidor minoritário.

O FOGAIN teve desde o início bem presente com sua obrigação de intentar recuperar o máximo possível a satisfação em indenizações, sendo no caso de poder recuperar (i) se deveria por em prática os mecanismos legais teóricos para poder recuperar e se poderia avaliar sua eficácia ou necessidade de melhoria e (ii) se incrementaria o patrimônio do fundo.

Devemos destacar que as operações de recuperação têm sido longas, como corresponde aos âmbitos judiciais onde as mesmas se tem desenvolvido, mas têm dado resultados positivos do ponto de vista das duas perspectivas apontadas anteriormente.

Assim, em processos de natureza criminal, se tinha ao FOGAIN como prejudicado e foi lhe reconhecido neste âmbito o direito a ser indenizado e recuperar a mordomia dos responsáveis dos respectivos delitos. Isto foi possível, entre outras circunstâncias, porque no sistema processual espanhol, a ação civil derivada de delito se pode exercitar conjuntamente com o processo penal.

No caso da Sebroker Bolsa, obtiveram-se resoluções judiciais favoráveis aos interesses e perspectivas de recuperação, por meio da determinação da responsabilidade

patrimonial dos antigos gestores, enquanto este é um assunto mais recente e pendente de sucessivas instâncias judiciais.

A experiência de funcionamento do FOGAIN permite concluir que a presença de uma instituição desta natureza e com as funções que tem o FOGAIN, supõe um elemento de utilidade na hora de reduzir a tensão própria destas situações de crises que podem afetar uma multidão de investidores, e permitir uma gestão dos não cumprimentos mais rápidos e, sobre tudo, mais simples. Em todos os casos, o FOGAIN encontrou uma colaboração aberta dos profissionais da magistratura e fiscalização, quando foi preciso acelerar e permitir os pagamentos de indenizações aos clientes prejudicados nos diversos processos.

- **Apreciação da existência de um sistema de indenização de investidores na Espanha**

O processo de criação, funcionamento, assentamento e desenvolvimento do FOGAIN, hoje em dia, se pode afirmar que supõe um elemento de segurança acrescentado para os clientes de todas suas entidades aderidas.

Isto implica, além de uma ajuda para o desenvolvimento do negócio de tais entidades aderidas, particularmente em situações de crises como a que está acontecendo no mercado, ao mesmo tempo em que foi demonstrado sua utilidade em situações de insolvência que afetam uma multiplicidade de clientes e que podem estar muito presentes na opinião pública.

Sobre a criação, que foi obrigatória, de um instrumento desta natureza, atualmente este cumpre as funções de (i) proteção do investidor, e indiretamente (ii) ajuda a promover o setor e (iii) a segurança do sistema em seu conjunto.

Este aspecto de instrumento coadjuvante ao setor é reforçado pela tarefa de informação dos investidores, atendendo às solicitações de informação por via telefônica e manutenção de uma página web (www.fogain.com) de formato pergunta e resposta, pensada para uma fácil compreensão da cobertura e dos direitos dos investidores.

Neste sentido, é significativo que nos momentos mais destacados da crise atual, o número de visitas na página web do FOGAIN teve aumentos muito significativos. Estas visitas foram mantidas em um nível relevante e dezenas de milhares recebidos nos últimos exercícios.

Dentro do processo de criação e funcionamento do FOGAIN podemos apontar, como elementos mais relevantes, o êxito de seu processo de criação, coordenação com o

supervisor, resolução adequada dos casos atendidos, colocou em prática exitosa os mecanismos de recuperação, a ajuda à comunicação do setor com as autoridades e reguladores, e, por último, a percepção assentada nos clientes cobertos de suas entidades aderidas de dispor de uma cobertura que funcione.