

Relatório Econômico

Gerenciamento
de conflitos de
interesses pelos
intermediários
financeiros
nos processos
de ofertas
de valores
mobiliários





PRESIDÊNCIA

Alfredo Neves Penteado Moraes

VICE-PRESIDÊNCIA

Aldo Luiz Mendes
Edgar da Silva Ramos

DIRETORIA

Daniel Luiz Gleizer
José Roberto Machado Filho
Marco Antonio Sudano
Marcos Albino Francisco,
Regis Lemos de Abreu Filho
Reinaldo Le Grazie
Robert John van Dijk
Saša Markus
Sergio Cutolo dos Santos

SUPERINTENDÊNCIA GERAL

Paulo Eduardo de Souza Sampaio

RELATÓRIO ECONÔMICO

Gerenciamento de
Conflitos de Interesses
pelos Intermediários
Financeiros nos
Processos de Ofertas
de Valores Mobiliários

Rio de Janeiro



2008

Editado em 2008.

É proibida a reprodução total ou parcial deste livro sem citação da fonte.

FICHA TÉCNICA

Superintendência de Produtos e Relações Institucionais - Luiz Macahyba

Gerência Operacional - Bianca Gonçalves Paschoal

Redatora - Vívian Miranda de Figueiredo Corradin

Técnicos - Fábio Guilhon Chung, Marcelo Almeida de Souza e Nelson Joia Junior

Assessoria de Comunicação - Cláudio Accioli

Capa, editoração e produção gráfica - Marcelo Paiva

Revisão - Renato Mourão e Virgínia Cortez

Catálogo e referência bibliográfica - Cláudia Kropf

ANDIMA

RIO DE JANEIRO: Av. República do Chile, 230/13º andar - CEP 20031-170 - Tel.: (21) 3814-3800

Superintendência de Produtos e Relações Institucionais: Tel.: (21) 3814-3807

Gerência Comercial: Tel.: (21) 3814-3889

SÃO PAULO: Av. das Nações Unidas, 8501/11º andar/Conj. A - CEP 05425-070 - Tel.: (11) 3032-3838

INTERNET: www.andima.com.br / E-MAIL: comerc@andima.com.br

Impressão - Stamppa Gráfica e Editora

G367

Gerenciamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros nos processos de ofertas de valores mobiliários/ Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. - Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.
68 p.; 25 cm. - (Relatório econômico)

ISBN 978-85-86500-47-3

1. Mercado financeiro - Brasil. 2. Valores mobiliários. 3. Debêntures. 4. Ações. I. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Brasil).

CDD-332

A ANDIMA agradece às instituições financeiras associadas e à CVM - Comissão de Valores Mobiliários por sua contribuição, por meio de entrevistas, para a elaboração deste Relatório Econômico, isentando-as de toda e qualquer responsabilidade quanto ao conteúdo da publicação.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	5
INTRODUÇÃO	6
1 - O RELATÓRIO FINAL DA IOSCO - HISTÓRICO E DEFINIÇÕES	8
2 - O ESTUDO DE CASO NO BRASIL	28
3 - DESTAQUES DOS COMENTÁRIOS ENVIADOS À IOSCO PELAS DEMAIS INSTITUIÇÕES PARTICIPANTES DA AUDIÊNCIA PÚBLICA	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	60

APRESENTAÇÃO

Em fevereiro de 2007, a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), por meio de um de seus comitês, o *Standing Committee 3* (SC3), colocou em audiência pública o relatório Gerenciamento dos Conflitos de Interesses pelos Intermediários Financeiros nas Ofertas de Valores Mobiliários. O relatório foi encaminhado para receber sugestões do Comitê Consultivo de Auto-Reguladores, o *SROCC - Self-Regulatory Organizations Consultative Committee*, do qual a ANDIMA faz parte.

No período de fevereiro a maio de 2007, a IOSCO recebeu dez comentários de instituições internacionais, entre eles o da ANDIMA, com os relatos e experiências sobre o tratamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros nas diferentes jurisdições. As respostas incorporaram sugestões de Canadá, Japão, Reino Unido, Austrália, Alemanha, França, Brasil (ANDIMA) e associações representantes de instituições com atuação europeia e internacional. Todos os relatos foram analisados pela IOSCO e contribuíram para a elaboração do relatório final.

O objetivo da IOSCO com a audiência pública foi coletar informações sobre o tratamento dos conflitos de interesses pelas instituições financeiras no mercado internacional, de forma a definir padrões de conduta que sirvam para a definição de princípios gerais da organização, como o que já ocorre para outros itens e práticas no mercado de valores mobiliários.

A IOSCO reconhece que as exigências legais ou auto-regulatórias que permeiam o assunto divergem de país para país, mas destaca que o relatório tem como principal propósito definir regras gerais de procedimentos para os intermediários financeiros, ao tratar, principalmente, do fluxo de informações que permitam o gerenciamento apropriado dos casos de conflitos de interesses nos contextos de ofertas de valores mobiliários.

Ao lançar esta publicação como parte das comemorações dos 20 anos do SND – Sistema Nacional de Debêntures, a ANDIMA espera contribuir para o desenvolvimento deste segmento no país, estimulando a adoção de melhores práticas e de medidas capazes de refletir a convergência de interesses dos participantes do mercado e órgãos reguladores.

Alfredo Neves Penteado Moraes - Presidente da ANDIMA

INTRODUÇÃO

A ANDIMA, instituição que tem como missão o desenvolvimento do mercado financeiro, com ênfase em renda fixa, estabelecendo padrões éticos e operacionais para os participantes e assegurando a produção e divulgação de informações técnicas, viu em sua resposta ao relatório da IOSCO uma oportunidade de contribuir tanto para a organização como para a abordagem deste assunto no Brasil, divulgando, para seus associados e demais instituições do mercado doméstico, as práticas e procedimentos sugeridos por aquela entidade para o gerenciamento e tratamento dos conflitos de interesses.

Para a elaboração do estudo, a ANDIMA realizou duas séries de entrevistas com seus associados que atuam na estruturação de ofertas de valores mobiliários. As entrevistas ocorreram ao longo dos meses de maio e outubro de 2007 e procuraram responder às perguntas formuladas no relatório, com abrangência das práticas observadas nos mercados de valores mobiliários tanto de renda fixa quanto de renda variável. Entretanto, pelo fato de a atuação da ANDIMA estar focada no primeiro segmento, as discussões estiveram particularmente centradas no mercado de títulos privados de renda fixa - as debêntures.

Os resultados das pesquisas da ANDIMA foram encaminhados à IOSCO em resposta à consulta pública em maio de 2007 e, posteriormente, apresentados na reunião do *SROCC* em Tóquio, na primeira semana de novembro do mesmo ano.

Para facilitar a compreensão, esta publicação divide-se em três partes. A primeira reproduz, de forma resumida, trechos do relatório final da IOSCO, com a consolidação das propostas sobre o tema, após a análise e incorporação das sugestões recebidas dos mais diversos países no processo de audiência pública internacional. O relatório da IOSCO¹ é dividido em três seções: a primeira traz a origem e as justificativas para a elaboração do relatório, a definição de conflitos de interesses e a análise das circunstâncias em que podem ocorrer; a segunda descreve as abordagens sugeridas para o tratamento dos conflitos e seus modos de implantação; e a terceira traz exemplos de situações de conflitos e sugestões particulares de abordagens para seu tratamento. Por opção, esta última seção não foi replicada na presente publicação, por

1. Disponível na íntegra em inglês em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>.

se tratar de exemplos específicos, cujas circunstâncias devem ser analisadas caso a caso pelos intermediários financeiros, exigindo, por consequência, respostas diferenciadas de acordo com a jurisdição e a configuração do intermediário financeiro ou com o grupo do qual faz parte.

A segunda parte apresenta os resultados dos encontros realizados com as instituições financeiras no Brasil. O estudo busca descrever as situações apontadas como geradoras de potenciais conflitos de interesses, a forma como a jurisdição local no âmbito regulatório e da auto-regulação lida com o assunto e, por fim e principalmente, atendendo a demanda da IOSCO, aponta a forma como os intermediários que atuam no país tratam os casos de conflitos de interesses nos processos de ofertas de valores mobiliários no mercado brasileiro. Neste contexto, o material serviu também para indicar algumas peculiaridades do mercado local, cuja análise e desdobramentos contribuem para o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil.

A terceira parte consolida as informações mais relevantes apresentadas pelas demais instituições internacionais no processo de audiência pública do relatório feito pela IOSCO. Embora nem todas as considerações apresentadas tenham sido incorporadas no relatório final, sua análise figura como um interessante conteúdo de comparação quanto aos mecanismos de gerenciamento de conflitos adotados nas diferentes jurisdições.

1

O RELATÓRIO FINAL DA IOSCO

HISTÓRICO E DEFINIÇÕES

O objetivo da criação deste relatório pelo Comitê Técnico da IOSCO foi trazer diretrizes para reguladores e participantes de mercado sobre o tratamento dos conflitos de interesses que podem surgir nos processos de oferta de valores mobiliários e, especificamente, sobre como administrar os fluxos de informações em situações de conflito.

As diretrizes foram desenvolvidas a partir do *Core Principle 23*² da IOSCO, que recomenda que os intermediários atendam a padrões de organização interna e conduta operacional que assegurem a proteção dos clientes e garantam a apropriada administração de riscos, aceitando a responsabilidade primária sobre estes assuntos.

Na seção 12.5 dos Objetivos e Princípios de Regulação de Valores Mobiliários³, de maio de 2003, está estabelecido que “o intermediário deve tentar evitar qualquer possível conflito de interesse, mas, quando conflitos potenciais surgem, deve garantir tratamento justo a todos os seus clientes através de *disclosure* apropriado, regras internas de confidencialidade, ou recusando-se a atuar nas operações onde o conflito

2. Market intermediaries should be required to comply with standards for internal organization and operational conduct that aim to protect the interests of clients, ensure proper management of risk, and under which management of the intermediary accepts primary responsibility for these matters. Disponível em www.iosco.org.

3. Em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

não puder ser evitado”; e ainda: “não deve colocar seus próprios interesses acima dos de seus clientes”.

Uma das preocupações da IOSCO foi deixar claro que o propósito do relatório não é a criação de regras inflexíveis, mas sim de diretrizes gerais, que devem ser adotadas de acordo com o regime regulatório aplicado em cada jurisdição. Esta questão apareceu de forma recorrente entre as respostas recebidas das instituições durante o processo de audiência pública. Muitas instituições apontaram a dificuldade e a pouca utilidade no estabelecimento de regras mais rígidas do que as já definidas pelos órgãos regulatórios locais.

Outra questão ressaltada de forma explícita no relatório final foram as diferenças de tratamento que devem ser observadas quando a oferta de valores mobiliários for direcionada a investidores institucionais qualificados ou a investidores de varejo. O relatório final também reconhece as diferenças de procedimentos que devem ser observadas quando se trata de uma oferta de títulos de dívida ou de ações. As abordagens para o tratamento de conflitos de interesses, como recomenda a IOSCO, devem levar estas duas questões em conta.

A idéia da divulgação deste relatório pela IOSCO teve origem em outro *paper* do Comitê Técnico intitulado *Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud*, de fevereiro de 2005⁴. Esse estudo refere-se a uma série de escândalos financeiros que suscitaram dúvidas dos investidores quanto à integridade do mercado de capitais global e destacou áreas da regulação do mercado de valores mobiliários que necessitavam de revisão. Em alguns desses casos, observou-se o envolvimento de intermediários financeiros que atuavam como *underwriters* na colocação de valores mobiliários, com fornecimento de empréstimos, e na venda de ativos para investidores institucionais e de varejo, e que foram, em grande parte dos casos, acusados de utilizar informações não-públicas sobre os emissores. Em função disso, a análise do papel dos intermediários financeiros nos processos de oferta foi um dos itens apontados como de trabalho prioritário pelo relatório do Comitê.

O foco do relatório está no fluxo de informações entre os intermediários financeiros - e entre eles e emissores e os investidores -, em como a informação é administrada pelo intermediário financeiro envolvido em processos de oferta e no possível uso inapropriado dessas informações ou ocultação de informações relevantes relacionadas aos potenciais conflitos

4. Em <http://iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.pdf>.

da oferta. Além disso, o trabalho buscou pesquisar e sugerir como essas situações podem ser tratadas com o gerenciamento de informações pelos próprios intermediários financeiros.

É essencial para o bom funcionamento do mercado de capitais que os investidores tenham confiança de que os intermediários financeiros agem com integridade e o cuidado apropriado aos seus interesses. Quando o intermediário financeiro tem mais de um cliente ou tem interesses próprios nas receitas de uma transação - situações que podem gerar conflitos de interesses -, os investidores e reguladores esperam que o intermediário identifique e trate tais conflitos adequadamente.

Existem benefícios potenciais para os clientes dos intermediários que oferecem um maior número de serviços financeiros, pois os clientes podem obter uma abordagem integrada de suas necessidades financeiras. Entretanto, esta situação também aumenta os riscos de ocorrência de conflitos de interesse e cria a necessidade de que o intermediário garanta o tratamento apropriado desses potenciais conflitos.

O relatório foi desenvolvido seguindo um extenso processo de consulta a participantes de mercado, associações e reguladores. O Comitê Técnico da IOSCO emitiu um relatório para audiência em fevereiro de 2007 e solicitou comentários específicos sobre questões e abordagens propostas para o tratamento de conflitos de interesses nos processos de ofertas de valores mobiliários. Inicialmente, o relatório foi elaborado com base nas respostas dos membros reguladores do SC3 - *Standing Committee on Intermediaries*⁵ a uma pesquisa sobre regulação e práticas dos intermediários financeiros envolvidos em ofertas de valores mobiliários. Como parte do processo, os membros do SC3 também realizaram consultas informais com um número limitado de intermediários financeiros e entidades auto-reguladoras.

O escopo do relatório abrange a conduta dos intermediários financeiros nas ofertas de valores mobiliários quando ele próprio, ou instituições do mesmo grupo, oferece vários serviços ao mesmo cliente; quando o intermediário financeiro, ou instituições do grupo, tem mais de uma relação comercial com o emissor ou relacionamentos com outros clientes relevantes no contexto de determinada oferta pública (como aconselhador para uma fusão ou aquisição, prestador, administrador de fundo de participação, contraparte de

5. Membros reguladores do SC3: OSC Ontario Canada, ASIC Austrália, AMF Quebec Canada, AMF France, Bafin Germany, SFC Honk Kong, Consob Italy, FSA Japan, CNBV México, AFM the Netherlands, SEC Pakistan, MAS Singapore, CNMV Spain, EBK Switzerland, FSA UK, SEC US, CFTC US.

um derivativo de crédito ou aconselhador para clientes de varejo); quando o intermediário financeiro está diretamente envolvido em uma oferta de valores mobiliários, como coordenador, tanto em base de melhores esforços ou garantia firme, distribuidor, aconselhador da oferta ou *dealer* da oferta; e, também, quando está indiretamente envolvido como parte de um sindicato de distribuição dos valores mobiliários. O relatório engloba ofertas de valores mobiliários, públicas ou privadas, de títulos de dívida ou ações.

Neste relatório, entretanto, não estão cobertos outros tipos de conflitos como, por exemplo, os enfrentados pelos analistas de *sell-side*, funcionários de instituições financeiras⁶, assim como também não são abordados os conflitos relacionados aos serviços de contratos de derivativos de valores mobiliários, embora, de acordo com ressalva da IOSCO, não estejam excluídos do contexto deste relatório os conflitos associados a produtos estruturados, como o CDO - Collateralized Debt Obligation e outros produtos sintéticos, que são considerados instrumentos de dívida. Também não está no escopo deste relatório o conteúdo dos documentos utilizados nas ofertas de valores mobiliários, como prospectos, que são tipicamente regulados por normativos próprios e se originam no planejamento da *due diligence* da oferta.

CONFLITOS DE INTERESSES

Conflitos de interesses são comuns nas atividades de intermediação financeira devido aos múltiplos papéis desempenhados pelos intermediários ou pelas companhias que integram o grupo financeiro do qual o intermediário faz parte. Um conflito surge quando o interesse de uma instituição é inconsistente ou diverge daqueles de seus clientes ou investidores. Também pode haver conflito entre os interesses divergentes de dois diferentes grupos de clientes do intermediário.

Conflitos de interesses podem ser reais, aparentes ou potenciais, e é comum que o intermediário financeiro apresente conflitos de interesses relacionados a ofertas de valores mobiliários, pois ele quase sempre desempenha mais de um papel no contexto da oferta. Além disso, o intermediário pode fazer parte de um grupo de companhias, ou unidades de negócios, que exerce outras funções junto ao emissor e tem influência no papel do inter-

6. Para estes tipos de conflitos, a IOSCO preparou outro relatório: *Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest*, disponível em www.iosco.org.

mediário. Esses outros membros do grupo e suas atividades também podem ser geradores de conflitos de interesses.

A definição dada pela IOSCO aos conflitos de interesses é intencionalmente ampla, de forma a auxiliar os intermediários financeiros a identificar todos os possíveis conflitos e considerar cuidadosamente as ações necessárias ao seu tratamento. Um exemplo clássico de conflito de interesses em uma oferta de valores mobiliários é quando ela é feita por intermédio de *bookbuilding*. Neste caso, o intermediário age para o emissor realizando a venda dos valores mobiliários, entretanto a venda é feita para os próprios clientes de investimento do intermediário que usam seus serviços para negociar os ativos. Nesta situação específica, pode haver conflito em relação ao preço da oferta, levando-se em conta os interesses divergentes do emissor e dos clientes investidores. Outro exemplo de conflito pode surgir quando há uma unidade de negócio do grupo responsável pela realização da oferta e outra unidade do mesmo grupo responsável pela concessão de empréstimos ao emissor. Neste caso, há conflito principalmente se os recursos captados com a oferta forem utilizados para o pagamento dos empréstimos.

Conflitos também podem surgir quando o intermediário, ou empresa do mesmo grupo, presta serviços para outros, além da companhia emissora, como, por exemplo, no aconselhamento a potenciais investidores para a compra dos valores mobiliários da oferta. O mesmo ocorre quando o intermediário, ou empresa do mesmo grupo, conduz negócios em que haja interesses patrimoniais divergentes dos do emissor.

Conflitos de interesses potenciais podem se tornar reais se o intermediário, ao adquirir informações sobre o emissor, utilizá-las para outros fins, além do contexto da oferta. Outra possível origem desses conflitos está na atuação, nas ofertas, de sindicatos compostos por diferentes instituições financeiras, das quais umas possuem mais informações sobre o emissor que outras, obtidas em negócios realizados exclusivamente com o emissor. As abordagens para conflitos de interesses devem levar em conta também estes aspectos.

O TRATAMENTO DOS CONFLITOS

O tratamento adequado dos conflitos de interesses promove a proteção do consumidor e mantém a integridade do mercado. Sem um adequado aparato para o tratamento de

conflitos, os intermediários financeiros cujos interesses se opõem aos de seus clientes ou investidores podem ter incentivos para agir em benefício próprio, prejudicando clientes ou investidores, o que diminui a confiança no intermediário financeiro e no mercado em geral. O relatório da IOSCO faz menção a pesquisas realizadas em várias jurisdições que associam o grau de tratamento de conflitos de interesses com níveis de proteção ao consumidor e de integridade de mercado.

Embora nem todos os conflitos de interesses resultem diretamente em prejuízos aos clientes ou diminuam a confiança no mercado, tais conflitos aumentam os riscos de que essas situações ocorram. Sendo assim, em diversas jurisdições os intermediários usualmente têm obrigações (ou proibições) legais específicas para o tratamento de conflitos. Essas obrigações podem ser estabelecidas por meio de estatutos, regulação, regras, lei comum ou auto-regulação.

Os intermediários prudentes tomam medidas para tratar os conflitos de interesses a que estão expostos em suas operações diárias. A adequação dessas medidas dependerá da natureza, escala e complexidade dos negócios dos intermediários financeiros, assim como das obrigações legais específicas a que estão sujeitos. O mesmo se aplica ao grupo ao qual o intermediário faz parte.

ABORDAGENS PARA O TRATAMENTO DE CONFLITOS

A IOSCO aponta mecanismos específicos que podem ser usados pelos intermediários financeiros para o tratamento de conflitos, e esclarece no relatório como esses mecanismos auxiliam na promoção dos objetivos regulatórios de proteção ao investidor e integridade do mercado. Um dos mais importantes indicadores que devem ser levados em consideração na adoção e na análise da eficácia dos mecanismos adotados para o tratamento dos conflitos de interesses é o grau de sofisticação do investidor.

Como regra geral, o intermediário financeiro que oferece um conjunto de diferentes serviços financeiros deve ter políticas e procedimentos, no contexto da empresa ou do grupo, que possibilitem a identificação e o desenvolvimento de meios apropriados para o tratamento de conflitos, reais ou potenciais. Isto pode incluir a desistência de uma operação particular, a definição de estruturas ou processos e, principalmente, medidas de divulgação

de informações. Os mecanismos usados devem ser apropriados ao tamanho, organização e natureza da empresa, bem como à escala e complexidade de seus negócios.

A IOSCO sugere cinco formas de abordagem para o tratamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros, a saber: a abordagem envolvendo todo o grupo; processos de decisão; barreiras a informações e restrições; *disclosure* de conflitos; e, por fim, desistência na atuação.

A ABORDAGEM ENVOLVENDO TODO O GRUPO

O intermediário financeiro e sua gerência sênior devem estar atentos ao fato de que podem surgir conflitos de interesses quando de sua participação em processos de ofertas de valores mobiliários e, também, de oferta de outros serviços pelas demais entidades do grupo do qual o intermediário faz parte. Para que o intermediário possa identificar e tratar apropriadamente estes conflitos, de modo a não prejudicar os interesses dos clientes, é necessário adotar uma abordagem que envolva todo o grupo financeiro.

Grandes grupos financeiros operam em ambientes complexos, e é comum que as unidades de negócios dentro de um grande grupo estejam focadas nos conflitos particulares por elas enfrentados. Entretanto, para o tratamento adequado de conflitos desta natureza não basta que eles sejam identificados apenas no nível da unidade de negócio. É necessário, ainda, que o grupo como um todo considere o potencial de conflitos entre seus diferentes membros, sob risco de, caso isso não seja feito, os conflitos serem avaliados e tratados inadequadamente.

Treinamento e uma cultura de *compliance* proativa, sistemas eficientes de tecnologia da informação, políticas compreensíveis e práticas apropriadas de recrutamento e remuneração são itens que desempenham um importante papel para o sucesso da abordagem envolvendo todo o grupo. A estrutura organizacional de um grupo envolvido em negócios internacionais (*cross-border*) também tem relevância na adoção da abordagem de grupo, já que passa a ser fundamental uma eficiente comunicação entre os comitês de controle do grupo nas diferentes jurisdições.

Os mecanismos específicos que devem ser usados para a adoção da perspectiva envolvendo todo o grupo para a administração de conflitos incluem a prática de políticas

que permitam ao intermediário e ao grupo, de forma contínua, identificar os conflitos de interesses (incluindo conflitos potenciais) relacionados ao seu envolvimento na oferta de valores mobiliários; desenvolver e implantar meios apropriados para o tratamento dos conflitos; e avaliar a eficácia da resposta adotada.

Além disso, a abordagem de grupo deve ser elaborada de acordo com a natureza, escala e complexidade dos negócios, e os conflitos devem ser considerados em um nível superior às unidades individuais de negócios onde tenham surgido, o que ajuda a garantir uma apropriada avaliação do conflito e sua conseqüente resposta. A efetiva identificação e o tratamento dos conflitos na abordagem de grupo são também facilitados por políticas e procedimentos apoiados pela alta gerência.

As políticas e procedimentos da abordagem envolvendo todo o grupo devem usar um ou mais dos seguintes mecanismos:

Comitês de revisão, aprovação ou administração central de conflitos: devem ser compostos por pessoas com suficiente autoridade, autonomia e independência, para tomar decisões sem a influência de pressões comerciais das unidades de negócios. Alguns comitês podem ser formados por representantes da alta gerência de todas as unidades relevantes da organização. Os comitês também devem incluir pessoas que estão acima dos níveis das unidades individuais de negócios, como chefes de *compliance*, auditoria interna, departamento jurídico e membros independentes do conselho. Se necessário, o comitê deve também ser composto por representantes seniores das partes da organização que são fisicamente separadas. Tais comitês podem ser estabelecidos em base permanente ou quando do envolvimento do intermediário em um mandato. Sua atuação deve ser ativa por todo o período e deve estar focada nos aspectos não usuais das transações. As questões devem ser apresentadas aos comitês pelas unidades individuais de negócios ou por funcionários que atuam nos níveis superiores às unidades. Cuidados devem ser tomados para que possíveis conflitos de interesses de membros individuais do comitê sejam também adequadamente tratados e para assegurar que a avaliação do comitê sobre os conflitos seja definida de maneira e em tempo apropriados.

Control rooms (áreas de controle): alguns grupos estabelecem comitês ou áreas de controle como parte da função de *compliance*, responsáveis por manter uma perspectiva global sobre as operações de todo o grupo. Em sua atuação particular, o comitê de contro-

le identifica conflitos que podem surgir entre as diferentes unidades de negócios e provê informações relevantes.

Checagem de conflitos: os grupos geralmente realizam a checagem de conflitos antes da aceitação do mandato de atuação na oferta de valores mobiliários. Esta checagem ajuda o intermediário financeiro a identificar, por exemplo, sua atuação em negócios com competidores do futuro emissor, ou conflitos individuais de funcionários antes do comprometimento do intermediário na transação. O foco de avaliação dos conflitos deve estar nas situações que possam afetar a independência e a objetividade dos membros da equipe como, por exemplo, o interesse particular de um funcionário no resultado de uma captação de recursos, por possuir ações do emissor.

Controles internos: os grupos têm controles internos dentro dos quais os negócios são conduzidos. Estes controles tratam de proteger a posição financeira e os negócios do intermediário e ajudam a área de *compliance* a evitar descuidos por parte dos funcionários do intermediário. Os procedimentos de controles internos também ajudam a garantir que o processo de administração de conflitos do intermediário está sendo seguido. Exemplos de controles internos incluem a separação de papéis e responsabilidades; as autorizações de limites; a revisão de informações de outras áreas; a auditoria interna; e o desenvolvimento de políticas e procedimentos para atividades específicas.

PROCESSO DE DECISÃO

Nesta abordagem, os intermediários financeiros, previamente à aceitação e ao longo de um mandato de oferta de valores mobiliários, fazem uso de um processo de avaliação e decisão, observando, em primeiro lugar, se a conduta é proibida por lei ou se a dimensão do conflito não permite que um mecanismo de tratamento seja suficiente para proteger os interesses de um cliente, devendo o intermediário, neste caso, desistir da atuação; em segundo lugar, o intermediário deve considerar a adoção de mecanismos eficientes de tratamento de conflitos, como barreiras a informações, restrições de negócios e/ou *disclosure*⁷; em terceiro lugar, o intermediário financeiro deve monitorar continuamente a abordagem escolhida, e modificá-la no decorrer do período, se jul-

7. Em algumas jurisdições, podem ser exigidos todos os mecanismos.

gar necessário; e se em qualquer estágio dos passos anteriores o intermediário tiver a percepção de que o conflito não poderá ser adequadamente tratado, deverá desistir da atuação.

No processo de decisão, os assuntos relevantes que os intermediários devem monitorar e documentar como parte da abordagem para o tratamento de conflitos incluem: materiais relacionados a oferta de valores mobiliários; escolha de pessoas apropriadas para a participação nos comitês de identificação e avaliação dos conflitos; recursos disponíveis para a implantação das soluções; e os mecanismos para o monitoramento da área de *compliance*.

BARREIRAS A INFORMAÇÕES E RESTRIÇÕES DE NEGÓCIOS

As barreiras são um mecanismo útil para administrar o fluxo de informações e os possíveis conflitos que surgem durante os processos de ofertas de valores mobiliários, principalmente nos períodos em que o mandato para uma oferta está sendo discutido entre a área de finanças corporativas da empresa e o potencial emissor⁸; no período de *due diligence*, quando da elaboração do prospecto do emissor; e no período de precificação da oferta, ocorrendo ou não o procedimento de *bookbuilding*.

Já as restrições de negócios devem ser consideradas para o tratamento de conflitos em que há risco de as informações da oferta serem usadas pelo intermediário ou seus funcionários (ou outras pessoas de convivência) em detrimento dos interesses de seus clientes.

As barreiras serão eficientes quando existirem procedimentos que garantam que apenas as pessoas que devem ter acesso às informações relevantes o façam. Nestes casos, pode ser útil a adoção de autorização das pessoas para acesso às informações - especialmente as eletrônicas. Outro item necessário para a eficácia e monitoramento das barreiras é a compreensão, pelo intermediário, do tipo e das fontes de informações que são utilizados no processo de oferta (fluxo de informações).

Adicionalmente, a segurança da informação é garantida quando há acompanhamento através de auditorias e de registros apropriados sobre o histórico de acesso e das ações

8. Neste caso, a barreira permite que outras partes do intermediário operem sem restrições.

tomadas pelas pessoas que estiveram envolvidas no preparo ou no uso das informações confidenciais.

As barreiras a informações podem ser implantadas com pelo menos três componentes – barreiras físicas; segurança e classificação de documentos; e proteção de computadores. A lista e descrições a seguir não são exaustivas, já que a adequação de cada item sugerido deve ser analisada no contexto do ambiente específico de operações de cada intermediário financeiro.

Barreiras físicas: o desenho e a segurança da sede da instituição são formas importantes de se proteger as informações confidenciais contra abusos. A proteção de informações confidenciais dentro das unidades de negócios pode ser alcançada quando há medidas de segurança para limitar o acesso de pessoas às unidades que estão trabalhando com informações sobre uma determinada oferta de valores mobiliários. Além disso, é importante que sejam mantidos registros sobre quem pode ter acesso às áreas onde as informações estão sendo armazenadas.

Classificação e segurança de documentos: envolvem a separação física e a classificação dos documentos utilizados no processo de oferta e, também, a imposição de restrições ao acesso e à cópia dos documentos.

Proteção dos computadores: quando as informações são guardadas eletronicamente, medidas específicas para garantir sua segurança devem ser adotadas: rotular os arquivos com listas de usuários autorizados; proteger os computadores de interceptações; decodificar as informações enviadas por telefone ou outros meios; criar *firewalls* para evitar que informações não-públicas sejam acessadas por funcionários não autorizados; e utilizar diferentes redes e procedimentos de segurança de *e-mails* com o objetivo de proteger informações.

Acordos de confidencialidade: são acordos entre emissores e intermediários ou entre os intermediários e seus funcionários, que requerem das partes a confidencialidade das informações, particularmente na ausência de obrigações legais ou contratuais. Tais acordos protegem os clientes proibindo a transferência de informações que poderiam ser usadas pelo intermediário, seus empregados ou outros clientes contra os interesses do emissor. Além disso, os empregados do intermediário financeiro e outros profissionais associados

à oferta de valores mobiliários também podem estar sujeitos a códigos de conduta (usualmente constantes no contrato de trabalho ou em requerimentos legais) que definam a obrigação de manter a informação confidencial.

As restrições de negócios incluem:

Listas de observação de negócios (*watch trading lists*): um emissor é usualmente adicionado a uma lista de observação quando o papel do intermediário em uma oferta ainda é uma possibilidade não confirmada. Estas listas são compiladas para facilitar o monitoramento dos negócios com valores mobiliários pela organização e seus funcionários.

Listas de restrições de negócios: um emissor é usualmente adicionado a esta lista uma vez que o mandato foi assinado e anunciado pelo intermediário financeiro. A partir daí, os empregados da instituição financeira tomam conhecimento de que os negócios com os valores mobiliários (negociação para eles próprios ou para o intermediário) de uma empresa que está na lista restrita exigem aprovação prévia.

DISCLOSURE DE CONFLITOS

Quando utilizado para o tratamento de conflitos, o *disclosure* de informações deve ser suficientemente completo, a tempo e compreensível aos clientes (público investidor dos valores mobiliários da oferta) para que seja eficaz. Além disso, para tratar adequadamente conflitos de interesses, o intermediário financeiro deve considerar fazer *disclosures* suplementares e adicionais às informações requeridas nos prospectos da oferta.

Disclosures adicionais de conflitos devem ser feitos às pessoas que tomam decisões em relação à oferta, como o emissor ou clientes do intermediário. O *disclosure* deve incluir a descrição dos benefícios financeiros que o intermediário financeiro receberá como resultado da oferta de valores mobiliários ou de outros serviços que ele, ou empresa do mesmo grupo, presta ao emissor. A informação divulgada deve permitir, àqueles que utilizam os serviços do intermediário financeiro, o conhecimento de todo e qualquer fato que possa afetar a independência e objetividade do intermediário. A divulgação completa, e a tempo, é elemento-chave para tornar o *disclosure* um mecanismo eficiente no tratamento dos conflitos.

A eficácia do *disclosure* como ferramenta para o tratamento de conflitos de interesses também dependerá da capacidade dos receptores das informações de compreender e agir a partir das informações obtidas. Nesse contexto, é relevante que o intermediário considere o nível de sofisticação do investidor.

Os mecanismos de *disclosure* incluem descrever o conflito específico, seu impacto e fatos latentes. Apesar disso, a divulgação por si só pode não ser suficiente para, eficazmente, tratar um conflito de interesses, e a conjunção com outras abordagens pode ser necessária. Adicionalmente, o intermediário financeiro deve considerar quando alterar ou suspender relatórios prévios de *research* que sejam inconsistentes com seu atual grau de conhecimento sobre o emissor.

DESISTÊNCIA DE ATUAÇÃO

O intermediário financeiro deve adotar a desistência de atuação na oferta se a conduta que cria, ou está prestes a criar, um conflito é proibida por lei, ou quando é contrária aos interesses do cliente e não é possível de ser adequadamente resolvida com a adoção dos mecanismos de tratamento de conflitos de interesses.

Os intermediários devem ter políticas com diretrizes claras sobre as circunstâncias nas quais um conflito não poderá ser eficazmente tratado, bem como sobre quando o intermediário ou outra entidade do grupo deve desistir de atuar, e que incluam também as práticas em casos de alterações de circunstâncias.

Ao avaliar a decisão de desistir, o intermediário também deverá levar em consideração outros fatores como o tamanho e a estrutura do mercado, a existência de obrigações fiduciárias ou estatutárias, e a probabilidade e impactos de possíveis prejuízos.

Os casos de desistência podem incluir as seguintes situações: quando o intermediário financeiro está envolvido simultaneamente em mais de uma transação de finanças corporativas para empresas competidoras diretas; quando a distribuição de incentivos de remuneração para uma oferta de valores mobiliários está fora dos parâmetros das práticas de mercado; quando os empregados do intermediário tiverem acesso a informações confidenciais no momento de uma oferta de valores mobiliários; e quando o emissor

está enfrentando dificuldades financeiras e tem grandes volumes de empréstimos com um membro do grupo, ao mesmo tempo em que o intermediário financeiro atua como *underwriter* em uma oferta de valores mobiliários.

EXEMPLOS DE USOS DE MECANISMOS DE TRATAMENTO DE CONFLITOS

ACONSELHAMENTO PARA A REALIZAÇÃO DE UMA OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

A existência de conflitos de interesses pode fazer com que um intermediário financeiro aconselhe um emissor a captar recursos sob determinadas circunstâncias quando outra forma de financiamento seria mais apropriada. O conflito pode surgir quando o intermediário, por exemplo, ganha maior comissão e incorra em menores riscos ao participar na oferta de valores mobiliários como *underwriter* e não como prestador direto. Este tipo de aconselhamento se daria em detrimento do emissor se houvesse uma alternativa de *funding* mais barata e mais adequada comercialmente para a empresa.

As abordagens de tratamento de conflitos nos casos de aconselhamento para a realização da oferta podem envolver todo o grupo - quando há a presença concomitante de um banco comercial e um intermediário financeiro aconselhador - ou *disclosure* de informações. Também podem ser utilizados processos que garantam que a recomendação de captação de recursos é realmente a mais vantajosa para o emissor, como a avaliação por um segundo intermediário ou a imposição de algumas restrições na forma e nas condições de remuneração do intermediário.

PRECIFICAÇÃO

Em muitas ofertas de valores mobiliários o processo de *bookbuilding* é usado para averiguar o preço e a demanda para os ativos. Como parte do *bookbuilding*, o intermediário financeiro realiza consulta a investidores institucionais e obtém deles uma indicação de preços. É necessário que o maior número de informações possível esteja disponível aos investidores institucionais, para que eles possam fazer sua avaliação e estimativa de precificação da oferta.

Usualmente, o emissor sempre está envolvido no processo de definição de preços, já que nenhuma oferta ocorrerá sem a sua concordância. Entretanto, o emissor pode ter outros objetivos com a oferta, além de obter o melhor preço possível, como, por exemplo, estar interessado em ter uma base diversificada de investidores, aceitando menores preços para alcançar este objetivo.

Está descrita abaixo uma série de potenciais conflitos de interesse que podem surgir no processo de definição de preços, criando incentivos para a sub ou sobrevalorização dos preços dos ativos pelo intermediário.

Subvalorização

Um possível incentivo para que os intermediários financeiros subvalorizem preços de valores mobiliários é o desejo de aumentar a demanda para os ativos, o que pode acontecer quando o intermediário participa da oferta em regime de melhores esforços, tendo sua remuneração calculada com base no valor total dos ativos vendidos, ao acreditar que um menor preço por ativo levará a um maior número de ativos vendidos. Além disso, uma oferta melhor distribuída, mesmo que a um preço mais baixo, pode ser benéfica à reputação do intermediário financeiro. Outros incentivos à subvalorização dos ativos são o desejo de compensação e retenção de clientes de suas operações de venda de valores mobiliários, ao garantir a participação deles em uma oferta lucrativa⁹; a obtenção de preços baixos quando há intenção por parte da tesouraria do intermediário em adquirir parte dos valores mobiliários distribuídos; e a atuação do intermediário financeiro como *market maker* associada a práticas de *insider trading*¹⁰.

Na maioria das vezes, o incentivo à subvalorização está limitado aos casos onde a remuneração do intermediário financeiro está atrelada ao sucesso da distribuição da emissão. Entretanto, quanto maior for a participação ativa do emissor no processo de *bookbuilding*, menores serão os incentivos e os riscos de subvalorização dos preços dos ativos pelo intermediário financeiro.

9. Em inglês *stag profits*, os lucros obtidos com a elevação dos preços das ações após o lançamento.

10. Em algumas jurisdições, esta prática é proibida por exigências regulatórias.

Sobrevalorização

Os possíveis incentivos para a sobrevalorização dos ativos de uma oferta pelo intermediário ocorrem quando este, ou outra entidade do grupo (fundos de investimento, tesouraria ou fundos de participação), é proprietário ou possível vendedor dos valores mobiliários, com a intenção de proteger os valores de tais investimentos; quando o intermediário financeiro, ou entidade do grupo, realizou empréstimos ao emissor, e este tem por objetivo resgatar o máximo da dívida com os recursos da oferta; e quando o preço de uma emissão de dívida possibilitar ao intermediário financeiro a reavaliação de outras *tranches* de dívida do emissor (sob seu poder) e, possivelmente, a liquidação de sua posição a preços inflacionados.

A IOSCO recomenda que nos casos de conflitos de interesses associados a precificação dos valores mobiliários em que haja um *pool* de distribuição envolvido na oferta, tanto o coordenador líder quanto as instituições participantes do *pool* garantam que mecanismos apropriados para o tratamento de conflitos de interesses sejam adotados.

ALOCAÇÃO

Emissões com excesso de demanda

Quando o intermediário tem poder discricionário na alocação dos valores mobiliários, conflitos de interesses podem fazer com que o intermediário dê preferência a certos subscritores nas ofertas com excesso de demanda. Isto pode ocorrer tanto em detrimento de outros clientes do intermediário financeiro que teriam interesse na compra dos valores mobiliários quanto contrariando os interesses do emissor, nos casos em que, por exemplo, este deseja minimizar detentores de curto prazo.

Algumas razões que podem influenciar o intermediário financeiro a privilegiar certos subscritores incluem: promessas de negócios futuros com os subscritores, caso consigam a alocação nos valores mobiliários; o pagamento de comissões adicionais ao intermediário ou entidade a ele ligada pelo subscritor; e a promessa dos subscritores em prover liquidez e suporte aos negócios com os valores mobiliários no mercado secundário, já que a

manutenção de um elevado preço dos ativos após o lançamento pode trazer benefícios de reputação para o intermediário¹¹.

Esses conflitos correm o risco de acontecer quando o intermediário tem a decisão final na alocação dos valores mobiliários da oferta, tanto em regime de garantia firme como de melhores esforços.

Ofertas com baixa demanda

Quando há o prévio conhecimento de que haverá reduzida demanda pelos valores mobiliários de uma oferta, conflitos de interesses podem fazer com que o intermediário financeiro aloque os valores mobiliários em clientes sob cujas contas possua controle. Nos casos de baixa demanda por motivo de sobrevalorização dos valores mobiliários, esta alocação torna-se ainda mais prejudicial aos clientes.

Algumas razões pelas quais o intermediário financeiro poderia efetuar tal tipo de alocação incluem: a redução do número de valores mobiliários que o intermediário terá que adquirir no caso de uma demanda efetiva inferior à demanda esperada, o que reduz a exposição financeira do intermediário no caso de uma oferta malsucedida; e, em um regime de melhores esforços, a venda de um maior número de valores mobiliários, o que traz benefícios à reputação do intermediário.

Ao tratar conflitos de interesses associados à alocação, o intermediário deve redigir princípios e regras que pretende seguir nesta atividade. O tratamento deve incluir a documentação do processo, a definição dos principais tomadores de decisão e as suposições e fatores que foram levados em conta na alocação. O intermediário pode também formar um comitê de estruturação independente para revisar os critérios de alocação adotados. Uma das formas de tratamento sugeridas para este conflito é a abordagem envolvendo todo o grupo, com a separação das decisões de alocação dos funcionários responsáveis pelas áreas de vendas e negociações com os clientes.

Os intermediários financeiros devem, neste cenário de conflito, se esforçar por realizar um processo de alocação transparente, incluindo acordos com o emissor sobre os critérios de alocação e dando particular atenção à divulgação de fatores como as

11. Algumas destas práticas podem ser ilegais em algumas jurisdições.

suas preferências de alocação ou qualquer outro conflito que afete o emissor; e considerar os riscos de reputação decorrentes da atuação com critérios pouco justos na alocação da emissão.

ACONSELHAMENTO AO VAREJO/DISTRIBUIÇÃO

Um conflito de interesses pode surgir quando a área de distribuição de um intermediário financeiro vende ou aconselha a seus clientes a compra de valores mobiliários e esse intermediário também recebe comissões pela atuação como *underwriter* da oferta. Isso pode fazer com que o intermediário financeiro dê recomendações que não estejam de acordo com os melhores interesses dos clientes de varejo, já que a instituição, ou o grupo, está prioritariamente interessada no sucesso da oferta, ou seja, na venda de todos os valores mobiliários ofertados.

Neste caso de conflito de interesse, há que se ressaltar a importância de o intermediário financeiro garantir que o investidor de varejo receba uma recomendação que seja adequada ao seu perfil de investimentos (*suitability*). Isso poderia ser feito atrelando-se a remuneração à adequada recomendação e à conseqüente retenção do cliente. O intermediário financeiro envolvido nas atividades de venda deveria, também, divulgar todas as taxas e comissões pagas para qualquer membro do grupo.

Ao avaliar este cenário de conflito, os intermediários financeiros devem considerar alguns fatores, como: a existência de obrigações em algumas jurisdições de *disclosure* e para que os agentes de vendas realizem condutas de *suitability*; a existência de arranjos contratuais, entre o intermediário e o cliente, que podem especificar que certa proporção dos recursos do cliente deve ser investida em emissões nas quais o intermediário está envolvido, desde que também sujeita à *suitability* do investimento e ao apropriado *disclosure*; a existência de mecanismos que garantam o *disclosure* de todos os conflitos, incluindo informações sobre comissões; e a provisão de aconselhamento apropriado para os clientes. Além disso, o intermediário deve considerar o modo em que está estruturado, de forma a assegurar que as áreas de administração de recursos de terceiros e de aconselhamento de clientes sejam independentes do braço institucional.

SERVIÇOS DE EMPRÉSTIMOS

Conflitos de interesses podem criar incentivos para que os *advisers* de um intermediário financeiro, que tenha emprestado recursos a um emissor e também esteja estruturando uma oferta de valores mobiliários para este mesmo emissor, falhem em prover informações completas para seus clientes subscritores da oferta. E a omissão de informações pode afetar adversamente as decisões de investimento dos clientes. Apesar da responsabilidade do conteúdo dos *disclosures* de uma oferta (como, por exemplo, do prospecto) geralmente recair sobre o emissor, o intermediário financeiro deve buscar garantias de que todas as informações relevantes foram providenciadas.

Nos casos de ocorrência simultânea de serviços de empréstimos associados a ofertas de valores mobiliários, pode haver incentivos para que o intermediário financeiro tolere ou ignore a falha do emissor em dar divulgação detalhada de fatos relevantes relacionados à sua situação financeira. Além disso, o intermediário financeiro pode fazer um inquérito menos rigoroso do emissor ou de suas entidades relacionadas, já que a plena divulgação de informações poderia levar a uma redução da demanda pelos valores mobiliários, fazendo com que o intermediário tenha que assumir uma maior parcela da oferta, nos casos de regimes de garantia firme. Além disso, se o propósito da captação dos recursos for reduzir a dívida do emissor com o intermediário financeiro (ou com a unidade de empréstimos do grupo do intermediário) e a conseqüente redução do risco de crédito ao qual o intermediário está exposto, a queda da demanda reduziria o total de recursos captados para este propósito.

Como parte da análise desses casos de conflitos, o intermediário deve considerar se os recursos de *disclosure* (prospectos, materiais da oferta e obrigações contratuais ou fiduciárias) são suficientes para o tratamento de conflitos. Além disso, na abordagem envolvendo todo o grupo, mecanismos podem ser utilizados para identificar, avaliar e decidir como tratar os conflitos que surgem em função das transações, com a possibilidade de observação das atividades que ocorrem dos dois lados de qualquer barreira à informação pela atuação de um comitê independente¹². Se estas abordagens não forem suficientes para o tratamento dos conflitos, o intermediário deve desistir da atuação na oferta.

12. Esta prática pode ser proibida em algumas jurisdições.

Ao avaliar esse cenário, os intermediários financeiros devem considerar que a falta de *disclosures* adicionais dos conflitos (além das informações do prospecto ou outros documentos da oferta) pode fazer com que os investidores tomem decisões de investimento que não sejam adequadas; e que, nos casos de confidencialidade de informações (e quaisquer acordos relevantes), talvez haja a necessidade de que o emissor autorize o compartilhamento de informações confidenciais, de forma que o intermediário possa dar continuidade ao processo de *underwriting*.

2

O ESTUDO DE CASO NO BRASIL

INTRODUÇÃO

Em resposta ao relatório da IOSCO sobre Gerenciamento de Conflitos de Interesses pelos Intermediários Financeiros nos Processos de Ofertas de Valores Mobiliários, a ANDIMA, baseada em duas séries de reuniões realizadas com uma amostra de seus associados, chegou à conclusão de que, em maior ou menor grau, as instituições financeiras identificam a existência de potenciais fontes de conflitos de interesses nos processos de ofertas de títulos e valores mobiliários, conduzidos por estes intermediários financeiros, embora os mecanismos de mitigação dos conflitos pareçam variar entre elas.

Assim, ficou claro na pesquisa que as instituições financeiras que participam dos processos de *underwriting* apresentam graus diferenciados de controle e/ou processos internos para o tratamento de conflitos de interesses, em função tanto de seu porte como de sua natureza. Foi observado na amostra das instituições entrevistadas que as de maior porte - dado o maior número de atividades que exercem - estão mais preocupadas com o tratamento dos conflitos, já que nestas instituições conflitos potenciais aparecem com maior frequência.

Por outro lado, ao que parece, os bancos estrangeiros que atuam no país apresentam maior grau de “formalização” de seus mecanismos e processos para o tratamento de con-

flitos de interesses, em comparação aos bancos nacionais. Estes últimos, de acordo com a amostra consultada, mostraram-se pautar mais por padrões de conduta ética, regulação e auto-regulação do que pela definição de mecanismos internos formais de atuação. Esta postura pode ser explicada tanto pela evolução relativamente recente do ambiente regulatório do país em comparação com países mais desenvolvidos como pelo padrão adotado pelas instituições estrangeiras de “importar” os mecanismos e/ou procedimentos já utilizados em suas matrizes, localizadas em países que já apresentam estruturas de controle de riscos (e de conflitos) mais evoluídas e arraigadas.

Há que se ressaltar, também, que nem sempre a adoção de mecanismos formais para o tratamento de conflitos de interesses, nas diferentes instituições financeiras, garante a sua eficácia.

Algumas particularidades do mercado brasileiro merecem ser ressaltadas: primeiro, quanto ao “tamanho do mercado”, mais especificamente do reduzido número de instituições que atuam como *underwriters* em ofertas públicas. Em segundo lugar, e também como consequência da anterior, os processos de ofertas de títulos e valores mobiliários surgem, muitas vezes, dentro de um contexto mais amplo e longo de relacionamento entre a empresa emissora e o intermediário financeiro, o que tem peso na definição das características e na condução da oferta. Estes dois fatores, característicos do mercado brasileiro, podem, em certo grau, potencializar a ocorrência de conflitos de interesses.

O que foi percebido nas entrevistas realizadas com os intermediários financeiros que atuam em ofertas públicas é que há, a despeito do grau de “formalização” interna dos processos e mecanismos de tratamento de conflitos de interesses, uma preocupação contínua em cumprir com as determinações impostas pelo órgão regulador, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, e pelos códigos de auto-regulação. Além disso, todos demonstraram cuidado excessivo em garantir que as suas ações não entrem em conflito direto com os demais participantes do mercado, ou que não causem prejuízo a nenhuma das partes, especialmente seus clientes. O objetivo é evitar o “risco de imagem” que os conflitos de interesses mal resolvidos inevitavelmente trazem. Foram citados, inclusive, exemplos negativos ocorridos no passado, nos quais o tratamento inadequado de conflitos de interesses e suas consequências ficaram guardados na memória dos investidores e do mercado.

Essa preocupação define os padrões éticos de atuação das instituições financeiras, assim como se reflete no grau de comprometimento das instituições em atender às regulamentações para o setor e às determinações dos códigos de auto-regulação das entidades às quais são associadas. Questões de conflitos de interesses não resolvidos, devido à rápida disseminação de informações e aos avanços culturais do mercado, se traduziriam em risco de reputação e perda de clientes reais ou potenciais.

Assim sendo, a maioria dos intermediários informou que a formalização dos procedimentos de controle dos conflitos está, em grande parte, associada às áreas de *compliance* e de riscos, que têm apresentado atuação crescente nas instituições financeiras brasileiras.

As instituições acreditam - e corroboramos - que a evolução do nível de transparência, o avanço da tecnologia da informação e o maior nível de maturidade do mercado brasileiro contribuíram para o aumento dessa preocupação ética. Mas foi consenso entre as instituições entrevistadas que, em primeiro lugar, uma postura cultural na adoção de mecanismos formais de controle de conflitos de interesses e, em segundo, mecanismos que assegurem a eficiência dos processos adotados ainda merecem mais atenção por parte das instituições financeiras no Brasil.

REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO

Embora não seja do escopo da pesquisa o conteúdo do material a ser divulgado no prospecto da oferta pública, vale mencionar que a legislação que trata deste assunto no Brasil foi reformulada no final do ano de 2003 – Instrução CVM nº 400¹³ - quando passou a ter maior nível de exigência, reforçando a divulgação no prospecto de negócios com partes relacionadas e com instituições que atuam como coordenadores da oferta pública. Também são relativamente recentes os códigos de auto-regulação que tratam direta ou indiretamente sobre as ofertas públicas de valores mobiliários no Brasil e abordam a exigência de tratamento dos conflitos de interesses.

13. A íntegra da Instrução CVM nº 400 está disponível em www.cvm.gov.br. Informações associadas aos assuntos abordados pelo relatório da IOSCO poderão ser encontradas nos artigos 21, 33, 37, 39, 43, 48, 49, 50, 55 e 56, e nos Anexos III, IV, VI e VIII da Instrução.

A seguir, os trechos relacionados ao assunto, extraídos do Código de Ética e do Código Operacional do Mercado da ANDIMA¹⁴ e do Código de Auto-Regulação da Anbid¹⁵. Outra referência sobre o assunto é o Manual Abrasca de Controle e Divulgação de Informações Relevantes¹⁶.

Código de Ética da ANDIMA

“Capítulo 2 – dos Padrões de Conduta das Instituições Associadas

Artigo 4º - Será expressamente vedado às Instituições Associadas:

I – deixar de proteger interesses legítimos do cliente ou deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse legítimo do cliente, visando à obtenção de vantagens indevidas para si ou para outrem;”

Código Operacional do Mercado da ANDIMA

“Capítulo 4 – Práticas de Negociação

Recomendações de Natureza Prudencial

Art. 7º – Recomenda-se que as Instituições Associadas adotem as seguintes práticas de natureza prudencial, sem prejuízo de outras que sejam de observância compulsória ou ainda que possam contribuir para a segurança das operações aqui tratadas:

f) adoção de medidas que eliminem conflitos de interesse;”

Código de Auto-Regulação da Anbid para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários

“Capítulo III – Ofertas Públicas

Art. 13 – Ao participar de Ofertas Públicas, as Instituições Participantes deverão explicitar eventuais conflitos de interesses.

14. A íntegra de ambos os documentos está disponível em www.andima.com.br.

15. A íntegra do documento está disponível em www.anbid.com.br. O Código também estabelece o cumprimento de outras questões indiretamente relacionadas a conflitos de interesses, como remunerações apropriadas, segregação de atividades, *disclosures* associados à divulgação de relatórios de análise e operações de empréstimos vinculadas à oferta.

16. A íntegra do documento está disponível em www.abrasca.org.br.

Art. 14 – As Instituições Participantes que, no contexto da Oferta Pública, tiverem acesso a quaisquer informações confidenciais, deverão resguardar o sigilo necessário, comprometendo-se a não divulgá-las ou utilizá-las no aconselhamento a terceiros ou como parâmetro para a realização de negócios com valores mobiliários emitidos pela emissora e/ou ofertantes, ou com os valores mobiliários objeto da Oferta Pública.

Parágrafo Único – Consideram-se confidenciais todas as informações que não sejam de conhecimento público.

Art. 15 – Os Coordenadores de Ofertas Públicas deverão explicitar em seção específica criada no prospecto, denominada “Operações Vinculadas à Oferta”, de forma clara, compreensível, fidedigna e detalhada, as seguintes informações:

I. a existência de empréstimos em aberto, concedidos por qualquer dos Coordenadores aos ofertantes dos valores mobiliários, seus acionistas controladores e sociedades controladas, bem como à companhia emissora, explicitando:

a) a quantia total do empréstimo mencionado no inciso I;

b) o prazo do empréstimo;

c) a taxa de juros estipulada e o indexador adotado, e as comissões que incidem sobre a disponibilidade dos recursos quando da sua efetiva utilização;

d) as condições de pagamento do empréstimo, incluindo o cronograma de desembolsos por parte de quaisquer pessoas relacionadas à emissora e/ou ofertantes, incluindo acionistas controladores e sociedades controladas, ou sob controle comum da companhia emissora, bem como as eventuais condições de alongamento do empréstimo caso a oferta pública não se concretize;

e) as garantias pactuadas para o empréstimo; e

f) a existência de quaisquer títulos ou obrigações concedendo direito de subscrição de ações representativas do capital social da emissora, incluindo, mas não se limitando a bônus de subscrição e/ou opções e suas condições de exercício e eventual ganho pecuniário, direto ou indireto, que possa ser auferido pelo Coordenador como consequência de tal exercício;

II. a intenção de uso dos recursos captados, seja no todo ou em parte, para amortizar o saldo devedor do empréstimo, seja principal ou juros;

III. a intenção visada pelo respectivo Coordenador ao conceder o empréstimo, bem como os benefícios, para o Coordenador, decorrentes do empréstimo concedido; e

IV. a existência de conflito de interesses decorrente da concessão do empréstimo, com remissão expressa à seção do prospecto referida no caput, na seção de fatores de risco no prospecto.”

DESTAQUES

Além de consolidar a definição de conflito de interesses e as formas de abordagem para seu tratamento propostas pela IOSCO, os encontros com as instituições atuantes no Brasil revelaram também algumas opiniões divergentes e questões particulares sobre o funcionamento do mercado de ofertas de valores mobiliários no país.

Entre as instituições entrevistadas pela ANDIMA, algumas apontaram que certas situações descritas pela IOSCO como fontes de potenciais conflitos não deveriam ser assim classificadas, dada a natureza dos negócios das instituições financeiras. Este caso se refere, particularmente, à atuação das instituições financeiras concomitantemente em negócios diversos, como, por exemplo, coordenadoras de uma oferta, credoras da companhia emissora e na distribuição dos ativos ofertados. Segundo os intermediários consultados, a oferta de uma gama de serviços é usualmente demandada pelas empresas emissoras, já que estas poderiam contratar instituições diferentes para o fornecimento dos diversos serviços, mas usualmente optam por não fazê-lo.

Além da observação de que nem sempre a oferta de diversos serviços por parte das instituições financeiras caracteriza o aparecimento de conflitos de interesses, também foi ressaltado pelas instituições que a imposição de regras mais rígidas do que as já definidas pelo órgão regulador do país não traria impactos benéficos sobre o desenvolvimento do mercado local. As instituições financeiras acreditam na eficiência da determinação de princípios gerais, a serem aplicados a cada jurisdição de acordo com as regras e leis locais, e, principalmente, confiam nas medidas adotadas no âmbito da auto-regulação para o bom funcionamento do mercado.

Destacou-se também que o tratamento dos conflitos de interesses no Brasil sofre influência direta do estágio de desenvolvimento do mercado doméstico, principalmente no que

se refere ao mercado de capitais. Depois de um longo período de estagnação e retração, o mercado de capitais brasileiro passa por uma recente retomada, com operações de abertura de capital de empresas e lançamentos de títulos aos investidores em geral. Isto se traduz no âmbito da regulação e práticas de mercado em fase de aprendizado e, também, de aprimoramento dos mecanismos de tratamento de conflitos por parte das instituições financeiras.

Outro ponto que merece ressalva, associado ao estágio do mercado de ofertas no Brasil, refere-se à elevada participação de investidores institucionais e estrangeiros, em comparação com a reduzida fatia dos investidores de varejo. Neste ponto, em termos gerais, as instituições financeiras consideram que o *disclosure* dado às informações da oferta é suficiente e eficaz como mecanismo de controle e gerenciamento de conflitos, já que há consenso entre as instituições de que os investidores mais qualificados têm melhores condições de avaliar os riscos envolvidos na oferta e bem precificá-la, reduzindo os possíveis conflitos de interesses.

Ao mesmo tempo, as instituições que participam do mercado de *underwriting* concordam que a divulgação do maior número possível de informações no prospecto da oferta - o que tem ocorrido de forma recorrente no Brasil - representa uma segurança para o emissor e para o intermediário financeiro. Entretanto, na prática, esta larga divulgação tem implicado a publicação de documentos extensos e complexos, de difícil leitura para o público investidor, especialmente para os de varejo. Ainda que a participação destes últimos seja reduzida em termos absolutos, ela tem apresentado aumento progressivo nas ofertas, e espera-se que, com o desenvolvimento do mercado e com o amadurecimento dos investidores, venha a crescer ainda mais no médio prazo.

Como conseqüência desses fatores, a maioria dos intermediários acredita que as publicações direcionadas ao público de varejo deveriam se diferenciar daquelas endereçadas aos investidores qualificados, que, por seu grau de sofisticação, são mais capacitados para avaliar os riscos envolvidos em uma oferta de valores mobiliários. Este tratamento diferenciado já está parcialmente contemplado na regulamentação – como a dispensa de prospecto, prevista na Instrução CVM nº 400 – mas poderia ser aprimorado, concentrando-se na melhor definição e organização das informações que devem constar do prospecto, ou mesmo levando-se em consideração o perfil do próprio emissor¹⁷.

17. No mercado americano, são adotados procedimentos diferenciados para os emissores denominados *WKSIs* – *well-known seasoned issuers*.

Auto-regulação é essencial para o mercado de capitais

O conflito de interesses nos processos de oferta de valores mobiliários foi tema de entrevista concedida à Sinopse ANDIMA de novembro de 2007 pelo diretor da CVM Durval Soledade, que analisou a questão sob a ótica do regulador. Soledade frisou, no entanto, que suas opiniões foram emitidas em caráter pessoal, não refletindo, necessariamente, o entendimento daquela Autarquia.

O aparato regulatório brasileiro já pode ser considerado completo, no sentido de induzir as instituições financeiras a adotar procedimentos para mitigação e gerenciamento de eventuais conflitos de interesses nos processos de ofertas de valores mobiliários, ou existem novos mecanismos a serem implementados pelo órgão regulador?

Não tenho dúvida de que o aparato regulatório brasileiro é bastante avançado e está em linha com o que há de mais moderno em termos de mercado de capitais. Entretanto, entendo que nenhum marco regulatório, seja no Brasil ou em qualquer outro país, pode ser considerado hoje completo, em um mundo financeiro globalizado e dinâmico como o atual, em que a cada momento surge uma inovação ou renovação de instrumentos financeiros.

Quanto ao conflito de interesses, o mercado está cada vez mais preocupado com essa questão. Havendo algum indício de que esteja ocorrendo, a primeira providência é exigir que se divulgue a informação de forma clara, para que o investidor tome sua decisão ciente dos demais relacionamentos mantidos pela instituição financeira com a companhia emissora. Isto vem sendo feito pela CVM. A Instrução nº 400, que dispõe sobre a oferta de valores mobiliários, determina que tais questões sejam mitigadas por meio da apresentação de informações ao mercado, com total transparência. Mas a CVM está aprofundando a sua análise, porque há uma grande preocupação quanto ao tratamento de eventuais conflitos de interesse do *underwriter* nesses relacionamentos.

Tanto o Código de Ética quanto o Código Operacional de Mercado da ANDIMA contêm recomendações expressas no que toca à adoção, pelos associados, de padrões de conduta e práticas de negociação que eliminem conflitos de interesses. Qual sua opinião sobre a atuação das entidades auto-reguladoras nesse contexto?

Não só nessa questão específica, mas também de forma geral, a auto-regulação é essencial ao desenvolvimento do mercado de capitais. É fundamental que as Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e de Futuros, mercados de balcão organizados e associações ligadas aos intermediários adotem e reforcem a auto-regulação. A recente Instrução nº 461 da CVM consagra esse princípio. Na minha opinião, quanto mais auto-regulação houver, melhor.

A pesquisa realizada pela ANDIMA revela que as instituições financeiras adotam no Brasil, embora em graus diferenciados, os mecanismos para gerenciamento de conflitos de interesses recomendados pela IOSCO, entre eles a existência de comitês de decisão independentes, o uso de barreiras a informações e a transparência dos conflitos potenciais. O senhor concorda com esta conclusão?

Pelo que tenho acompanhado, há, verdadeiramente, um grande esforço das instituições financeiras em adotar mecanismos mitigadores de conflito de interesses. O que me preocupa são expressões como “embora em graus diferenciados”, citada na pergunta. Afirmativas como essas, sem que se estabeleça o seu alcance efetivo, podem dar a impressão de que algumas instituições adotam padrões elevados, enquanto outras, apenas, e exagerando, oferecem informações insuficientes. Como os investidores, em geral, não sabem diferenciar entre os intermediários quais são os que adotam os padrões mais elevados, é necessário que entidades como a ANDIMA firmem padrões mínimos capazes de assegurar aos investidores que eles têm a maior garantia possível.

Os emissores, por sua vez, também foram caracterizados como “qualificados” pelas instituições intermediárias, ou seja, seu grau de envolvimento nas operações e seu conhecimento garantem um relacionamento equitativo com o intermediário financeiro, o que minimiza a ocorrência de possíveis conflitos de interesses no que tange, principalmente, à questão do aconselhamento para a realização da oferta, como descrito detalhadamente na seqüência do texto.

Por fim, destaca-se que a ANDIMA, Associação que tem sua atuação focada no desenvolvimento do mercado de renda fixa, buscou, em seu estudo, instituições e profissionais representantes do setor voltados para este segmento. O mercado de renda variável também foi abordado em aspectos gerais, mas, no que se refere principalmente às questões de precificação e alocação, as informações descritas abaixo se aplicam mais fortemente ao mercado de debêntures. Na seqüência, procuramos apresentar, em blocos, considerações acerca das questões descritas pelo relatório da IOSCO.

DEFINIÇÃO DE CONFLITOS DE INTERESSES

A ANDIMA e a amostra de instituições financeiras entrevistadas, em sua maioria, concordaram com as definições de conflitos de interesses apresentadas no relatório da IOSCO. As instituições financeiras que relataram possuir mecanismos e procedimentos para o tratamento dos conflitos de interesses afirmaram adotar, dependendo dos diferentes conflitos reais ou potenciais apresentados, todas as cinco abordagens mencionadas no texto: envolvendo todo o grupo; processos de decisão; barreiras à informação e restrições; transparência dos conflitos; e até, mas em menor grau, a desistência na atuação na oferta.

Alguns dos intermediários financeiros entrevistados, principalmente filiais de instituições estrangeiras atuando no país, utilizaram a maior parte dos termos específicos apresentados no texto, por exemplo, *control room*, *restricted list* e *engagement committee*, este último responsável por checar todos os riscos envolvidos na operação (como conflitos de interesses e riscos jurídicos).

Algumas instituições, entretanto, ressaltaram que nem todas as situações apontadas pela IOSCO possam se configurar como geradoras de conflitos, em função, principalmente, das relações de mercado existentes entre intermediários, empresas emissoras e investi-

dores qualificados, os dois últimos, de acordo com as instituições, perfeitamente capazes de avaliar tanto os termos para o aconselhamento da oferta como a avaliação dos riscos para a compra do ativo.

TIPOS DE ABORDAGEM PARA O TRATAMENTO DE CONFLITOS

Envolvendo todo o grupo e processo de decisão

A atuação “envolvendo todo o grupo” ocorre com frequência no mercado brasileiro, principalmente pelo fato de ser comum que os emissores estejam envolvidos em outras operações com o próprio intermediário financeiro ou com outras unidades de negócios pertencentes ao grupo do intermediário - como de crédito, por exemplo - quando da realização da oferta.

Todas as instituições entrevistadas relataram a existência de comitês independentes para a avaliação, seja de crédito seja de risco, anteriormente à decisão de aceitar o mandato para a estruturação da oferta para o emissor. Nos casos de instituições com sede em outros países, é comum a atuação de um comitê independente supranacional, responsável pela avaliação de operações nas várias jurisdições onde o intermediário age.

A existência de uma seqüência de comitês de aprovação independentes e de áreas que emitem pareceres sobre as perspectivas de atuação como *underwriter* é prática cada vez mais comum nas instituições que operam no Brasil. Tais processos se identificam com a atuação das áreas de aprovação de créditos, relacionamento e avaliação de riscos e, de acordo com as instituições, são mecanismos eficientes para a mitigação de conflitos de interesses, já que há independência de decisão e os processos são rigorosamente cumpridos.

Desistência de atuação

A maior parte das instituições entrevistadas concordou que é rara a adoção deste mecanismo de mitigação de conflitos no Brasil. Isso ocorre em função dos procedimentos adotados previamente à aceitação do mandato de estruturação pelo intermediário financeiro, como a avaliação de comitês, análises de relacionamento e processos de decisão.

Entretanto, foram relatados casos-limite de desistências, em função de situações inesperadas de mercado, em que este mecanismo se mostrou como a única forma de solução eficiente, visando tanto à preservação dos interesses do emissor como, e principalmente em muitos casos, os da instituição financeira coordenadora. Nos casos relatados, a desistência foi apontada como mecanismo eficaz, embora sua ocorrência não seja desejada em estágios avançados da estruturação, já que pode trazer algum risco de imagem para a empresa emissora ou para o intermediário financeiro. Alguns intermediários apontam que esta abordagem de conflitos pode ocorrer nos casos de atuação em ofertas para competidores diretos. Mas outras instituições argumentam que o número reduzido de *underwriters* no Brasil justifica a atuação de uma mesma instituição para dois emissores de um mesmo grupo industrial, ainda que não simultaneamente.

Barreiras à informação e restrições

As barreiras à informação e restrição foram um dos mecanismos mais mencionados em todas as entrevistas realizadas com intermediários financeiros no Brasil. Há, em maior ou menor grau, a preocupação com a confidencialidade e com o fluxo da informação dentro da instituição. As listas de observação de negócios e listas de restrição para negócios são muito comuns nas instituições, mas, como em todas as abordagens, a questão cultural ainda não tão arraigada pode comprometer a eficiência do mecanismo, já que há limites na restrição imposta pela instituição à troca de informações por parte de seus funcionários e pessoas envolvidas na operação.

Ainda assim, o cuidado com a manipulação de informações confidenciais e a existência de listas de observação e restrições para negócios estão cada vez mais difundidos entre as instituições no Brasil. Isto se deve principalmente à ampliação da atuação das áreas de *compliance* das instituições financeiras, responsáveis pela definição e monitoramento dos procedimentos de controle. O objetivo das áreas de *compliance* é a proteção dos investidores e de clientes - como as empresas emissoras nos casos de operações de estruturação de ofertas -, e principalmente a preservação da instituição financeira e a proteção de seus funcionários.

As barreiras envolvem a separação física de atividades e de informações, e as diferentes áreas dos bancos buscam atuar e tomar decisões de forma independente. As listas de observações e restrições para negócios se aplicam tanto à tesouraria da própria instituição

como aos seus funcionários. As listas restringem negócios com ativos de empresas que estão em prospecção para relações com o intermediário, sejam estruturações de ofertas ou de outros serviços, que possam dar origem a conflitos de interesses.

Ainda nesses casos, de acordo com as instituições, o controle de situações como vazamento de informações, por exemplo, é um dos mais difíceis de serem monitorados pelos intermediários, já que envolve também o comportamento das pessoas em ambientes externos às instituições. Em contrapartida, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado de capitais no Brasil, tem apresentado atuação intensa neste tema, com apuração dos casos suspeitos e processos punitivos rigorosos, comportamento que, indiretamente, induz à adoção das barreiras à informação como mitigadoras de conflitos de interesses. Além disso, outra iniciativa que contribui para esta eficácia pode ser apontada: a publicação pelas próprias companhias emissoras, através da Abrasca - Associação Brasileira das Companhias Abertas, de um manual que trata da divulgação de informações relevantes, com o intuito de reduzir as ocorrências de vazamento de informações no mercado brasileiro.

Transparência nos conflitos

A transparência nos conflitos também foi outro item muito citado nas reuniões com os intermediários. Seu uso para o tratamento de conflitos ocorre, entre outras, de duas formas mais comuns: a preocupação em incluir no prospecto da emissão toda e qualquer informação que possa ter impacto sobre a decisão do investidor, mesmo aquelas não exigidas por regulação ou auto-regulação; e a ressalva nos relatórios de *research* que o intermediário está atuando em um processo de oferta para aquele determinado emissor. Há uma preocupação especial em fazer divulgações para os clientes de varejo, mas nem sempre são adotados mecanismos para checar se a informação foi divulgada de forma clara, ou se foi realmente compreendida pelo cliente investidor.

Ainda assim, de acordo com as instituições financeiras, este é o mecanismo de mitigação de conflitos de maior eficácia no mercado brasileiro, principalmente pela intensa atuação de investidores institucionais e investidores estrangeiros, considerados pelos intermediários, sofisticados o suficiente para precificar bem os ativos a partir do conhecimento de todos os riscos envolvidos nas operações.

Neste ponto, é reconhecido pelas instituições intermediárias que investidores institucionais e investidores de varejo deveriam ter tratamento diferenciado no que se refere ao *disclosure* de informações relevantes e transparência, o que certamente se traduziria em um mecanismo ainda mais eficiente de mitigação de conflitos de interesses.

Ainda em relação a este item, as instituições mencionaram o tamanho do prospecto das ofertas de títulos e valores mobiliários no Brasil, considerado excessivo, tanto para suprir o atendimento de exigências da regulação como por precaução legal para emissores e instituições financeiras, que optam por inserir no documento o maior número possível de informações. A redução do tamanho do prospecto e a concentração na divulgação de informações realmente relevantes também aumentariam a eficiência do processo de transparência no gerenciamento de conflitos.

Outro aspecto apontado pelas instituições financeiras e também associado ao item transparência dos conflitos refere-se ao rígido período de silêncio determinado pelo órgão regulador, quando das ofertas de valores mobiliários no Brasil. De acordo com as instituições consultadas, não há consenso no mercado quanto ao benefício do período de silêncio para as empresas emissoras e, principalmente, para os investidores. Isto ocorre porque a proibição de manifestação por parte dos emissores e dos intermediários financeiros quanto à oferta por um período de tempo muito extenso pode prejudicar e deixar sem informações os clientes (potenciais investidores) das instituições financeiras, assim como provocar indesejada volatilidade nos ativos da empresa emissora em mercado.

CASOS POSSÍVEIS DE CONFLITOS DE INTERESSES

Aconselhamento para a realização da oferta

De acordo com os relatos das instituições brasileiras, quando do aconselhamento para a realização da oferta pública por parte do intermediário ao emissor, há o envolvimento intenso das duas partes relacionadas, principalmente em função do estreito relacionamento usualmente observado entre ambas. Nestas circunstâncias, o surgimento de conflitos desta natureza é raro. Além disso, na maioria das vezes é comum que no processo de oferta haja o estabelecimento do regime de garantia firme por parte do intermediário financeiro, o que significa que algum risco de crédito do emissor permanece retido no intermediário financeiro.

As instituições consultadas na pesquisa foram muito enfáticas: quase não existem conflitos de interesses nesta área no Brasil. Isso ocorre devido ao fato de que as empresas emissoras, por seu porte, experiência de mercado e contato com outras instituições financeiras, têm conhecimento suficiente para avaliar e opinar sobre o melhor tipo de operação para seus objetivos financeiros. Sendo assim, a questão do aconselhamento para a realização da oferta foi considerada pelas instituições financeiras um ponto em que as forças de mercado de intensidades equivalentes se equilibram, ou seja, os interesses dos intermediários financeiros com os interesses das empresas emissoras.

Precificação

As instituições brasileiras apontaram este item como sendo o mais difícil de ocorrência de conflitos de interesses. Segundo os intermediários consultados, os processos de mercado são eficientes na determinação do preço do ativo, e casos de subavaliação ou sobrevalorização, movidos por conflitos de interesses, são de rara ocorrência, mesmo nos casos extremos citados no relatório. As pressões do emissor para a definição do preço e dos investidores, na maior parte das vezes institucionais, que ditam a demanda pelos ativos, são equivalentes, a ponto de gerar um preço de equilíbrio, reconhecido pelo mercado. “Erros” ou “falhas” de avaliação da oferta podem ser corrigidos nos processos de *book-building*, mas a consulta prévia feita a investidores minimiza esta ocorrência.

De acordo com as áreas responsáveis pelas operações de debêntures consultadas, este mercado também não apresenta recorrentes conflitos de interesses. Nos casos de valores de renda variável, a justificativa da eficiência na determinação dos preços está baseada também na forma de sua definição, resultado de aplicação de modelos conhecidos e amplamente utilizados pelo mercado, e de participação ativa dos investidores e emissores no processo.

As instituições também relataram mecanismos utilizados para mitigar conflitos em casos especiais, como, por exemplo, na oferta de ativos de empresas que contam com a participação societária da instituição financeira. Um desses mecanismos consiste na contratação, por livre iniciativa do intermediário, de um precificador independente com modelo devidamente auditado, para garantir que o modelo adotado e conseqüentemente o preço-alvo da oferta foram definidos de forma independente.

Um ponto que merece destaque em relação ao mercado de debêntures no Brasil é a adoção do modelo de distribuição em regime de garantia firme. Nesse caso, o intermediário financeiro assume que irá adquirir os títulos não distribuídos no mercado. De acordo com algumas instituições financeiras, a precificação incorreta desses ativos seria prejudicial, em última instância, à própria instituição financeira, o que minimizaria possíveis casos de conflitos de interesses nesta área.

Outros participantes, entretanto, afirmaram que essa prática recorrente é um dos entraves ao melhor desenvolvimento do mercado, já que pode, sim, provocar distorções de preços, quando se compara com os preços que poderiam ser obtidos se a oferta fosse realizada com o regime de distribuição por melhores esforços. Esta é uma questão complexa, que envolve tanto a formatação dos negócios por parte das instituições financeiras (veja abaixo o item Serviços de Empréstimos) como a opção feita pelas empresas emissoras. Em teoria, ainda de acordo com as instituições, são as empresas que detêm o poder de decidir se desejam captar seus recursos diretamente no mercado, o que, futuramente, melhoraria o ambiente para a captação de novos recursos, além de privilegiar os investidores finais. Esta possível fonte de conflitos de interesses no Brasil também é influenciada pela forma de atuação das instituições financeiras, algumas mais agressivas, oferecendo níveis mais baixos de taxas para os regimes de garantia firme do que seria esperado obter no mercado.

Alocação

Este ponto foi reconhecidamente citado pelas instituições como o de maior fragilidade na ocorrência de conflitos de interesses nos processos de ofertas públicas no Brasil, tanto de ações como de títulos de dívida. A fragilidade está principalmente no poder discricionário dos intermediários financeiros na alocação dos ativos da oferta nos processos de *bookbuilding*. O poder discricionário ocorre em função da preocupação em atender aos interesses dos emissores; tende a beneficiar os clientes investidores dos intermediários financeiros de relacionamento mais antigo e estreito; e também pode ocorrer com o objetivo de garantir mais dinamismo ao mercado secundário dos ativos. Pela característica do mercado brasileiro atual, este poder discricionário na alocação acontece mais comumente em ofertas de ações do que em de títulos de dívida. Este fator é explicado pela maior preocupação com o mercado secundário de ações, já que é comum no Brasil que a maioria dos

subscritores dos títulos de dívida no mercado primário permaneça com o ativo até o seu vencimento, e também pela forma de apuração dos leilões do mercado de dívida.

Muitas questões associadas à alocação também estão diretamente relacionadas ao estágio e ao grau de desenvolvimento do mercado local. No Brasil, por exemplo, onde atualmente há uma elevada demanda por parte de investidores estrangeiros nos processos de oferta pública, existe uma clara preocupação por parte de alguns intermediários financeiros - manifesta aos emissores - quanto ao limite para a participação desses investidores na oferta, já que, em determinados momentos, os estrangeiros tendem a apresentar comportamento mais volátil que os investidores locais. Também, com relação à questão de alocação, considera-se no atual bom momento do mercado brasileiro que a relação do intermediário com o emissor é mais forte que a do intermediário com o investidor, já que este se mostra menos fiel a uma única instituição financeira, ao contrário da empresa emissora.

De qualquer modo, respondendo às questões elaboradas no relatório sobre este assunto, há sim no Brasil uma participação efetiva do emissor quando da colocação dos ativos por parte dos intermediários financeiros. A decisão conjunta entre emissores e intermediários, entretanto, parece não se mostrar suficiente por si só para administrar os possíveis conflitos de alocação.

Algumas instituições reconheceram que, no mercado de *equity*, o poder discricionário dos intermediários é considerado desejável e ocorre em conjunto com a empresa emissora, com o objetivo de priorizar clientes que evitam o comportamento de curto prazo e fortalecem o mercado secundário do ativo. Além disso, segundo os intermediários, o *disclosure* dado a este conflito relacionado ao poder discricionário é suficiente para seu gerenciamento. Ainda de acordo com as instituições, seria desejável que este poder discricionário, definido como positivo, fosse também aplicado ao mercado de títulos de dívida, o que não ocorre por causa da base reduzida de clientes e da ausência de participação dos investidores de varejo. Outra questão que dificulta esta aplicação é o atual formato de apuração do leilão, que, na opinião das instituições, também não favorece a pulverização e nem gera liquidez. Segundo os intermediários, a discricionariedade positiva poderia funcionar como um estímulo ao aumento das negociações de mercado secundário de títulos privados de renda fixa, hoje bastante ilíquido no Brasil. Ainda com referência a este ponto, há de se

levar em consideração questões tributárias domésticas, que se apresentam como entrave ao aumento dos negócios.

Outro problema relatado pelas instituições quanto à questão da alocação se refere ao relacionamento entre o coordenador líder e as demais instituições financeiras participantes do *pool* de distribuição. De acordo com algumas instituições, o *pool* tem uma participação bastante reduzida, pois entra praticamente no final do processo de distribuição, recebendo apenas posteriormente a divulgação dos resultados de *bookbuilding* e a remuneração a que faz jus. A utilização de plataformas eletrônicas para a realização dos processos de *bookbuilding* poderia solucionar esta questão, na medida em que garante a apuração e a divulgação de resultados de forma independente e transparente. Serviços com essas características já estão disponíveis no mercado mas, até o momento, não foram utilizados pelas empresas emissoras e instituições financeiras.

Aconselhamento de venda/distribuição

Apesar de ter sido citado por uma grande parte das instituições financeiras como um forte ponto de origem de conflitos de interesses, todos os intermediários mostraram um elevado grau de preocupação e atuação na administração dos conflitos de interesses originados da relação entre a posição de *underwriter* e de aconselhamento para a venda do ativo.

Mesmo que no Brasil os investidores de varejo ainda não tenham um papel relevante no montante total das ofertas públicas, principalmente quanto à definição do preço da oferta, problemas resultantes de compras de ativos inadequados por sugestão do intermediário podem gerar grande insatisfação e reclamações por parte dos investidores de varejo, o que é visto como de alto risco de imagem, fazendo com que a grande parte dos intermediários financeiros não esteja disposta a correr este risco.

Nas áreas de distribuição consultadas, há a preocupação com a definição de políticas de remuneração adequadas que tenham influência no processo de vendas. Há também um comprometimento de *disclosure* nos relatórios de análise (*research*) que esclareçam que o intermediário financeiro atua na oferta na função de *underwriter*. Há que se ressaltar também que esteve em audiência pública, por parte da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, normativo sobre *suitability*, confirmando que, ainda que recentemente, o assunto já está em pauta no país.

Quanto aos relatórios de análise, as instituições financeiras destacaram elevada preocupação com a prática de preparação dos relatórios, com o compromisso de independência e capacidade do analista e a utilização apenas de informações públicas. Nos casos de ofertas iniciais (IPO), a falta de informações públicas disponíveis pode comprometer esse procedimento, aumentando a área de conflitos de interesses, levando o analista a usar informações que estejam em posse do intermediário financeiro. É necessário ressaltar, ainda, que no Brasil há um rigoroso período de silêncio, que limita de forma significativa as declarações do intermediário quanto à oferta. E todos os intermediários financeiros se mostraram aplicados em atender às determinações dos órgãos reguladores e auto-reguladores nos quesitos que tratam principalmente da proteção aos investidores em geral.

Outra possível área de conflito relacionada à distribuição surge da alocação de ativos da oferta na área de administração de recursos de terceiros dos bancos, mas as instituições demonstraram ter mecanismos de controle cada vez mais apurados de avaliação e análise e, também neste ponto, observou-se a mesma preocupação quanto ao risco de imagem - de garantir que nada seja feito em prejuízo dos interesses dos clientes investidores. Observou-se também que há processos internos às áreas de estruturação, distribuição, *research* e fundos que realizam avaliações e estabelecem critérios para a atuação (processos de aprovação). O maior ou menor grau de regras de *compliance* e conduta influenciará no nível de possíveis conflitos de interesses, mas, ainda em função da preservação da imagem externa, todos estes conflitos são evitados (como, por exemplo, o risco do impacto negativo na rentabilidade dos fundos).

Contudo, ficou claro que a função de distribuição está fortemente associada à estruturação de uma oferta de ativos, como se fizesse parte de um pacote de serviços desejado pela empresa emissora quando da sua contratação. Ainda assim, todas as instituições financeiras mostraram elevada preocupação com o gerenciamento dos conflitos de interesses que surgem quando do aconselhamento para venda e distribuição dos ativos aos clientes.

Uma das formas de gerenciamento dos conflitos mais citadas pelas instituições financeiras foi o uso de barreiras a informações, principalmente no que se refere à segregação da área responsável pela administração de recursos de terceiros - *chinese wall* - e cuidados no aconselhamento a clientes para compra de títulos, especialmente a clientes de varejo.

Este último procedimento é sempre realizado por outra área da instituição não envolvida na estruturação da oferta.

Há que se ressaltar, contudo, que o Brasil passa por um momento em que dois pontos importantes exercem influência sobre os conflitos de interesses nesta área. Primeiro, cresceu muito o número de ofertas de valores mobiliários no país, especialmente debêntures e ações, assim como o número de IPO's; e, associado a este crescimento, tornou-se reduzido o quadro de especialistas e analistas que produzem os relatórios de análise da empresa e seus ativos. Esta situação tem contribuído para o aumento de potenciais conflitos de interesses nesta área, já que existe um número reduzido de instituições aptas a fornecer tais serviços. Entretanto, o órgão regulador está atento ao assunto e colocou em audiência pública minuta de normativo que visa à normalização dessa questão no médio prazo.

O segundo ponto se refere ao período de silêncio imposto à empresa e aos coordenadores envolvidos em uma oferta de títulos e valores mobiliários pelo órgão regulador. As instituições que atuam no país, e também as empresas emissoras, consideram que o prazo exigido é excessivo. Do lado dos emissores, o período de silêncio tem influenciado, negativamente, no aumento da volatilidade dos ativos da empresa em mercado, e os coordenadores relatam dificuldade em atender às demandas por informações de clientes investidores. Sendo assim, as instituições intermediárias concordam que deveria haver uma flexibilização do período de silêncio no Brasil, ou mais agilidade nos processos de análise das ofertas pelo órgão regulador, reduzindo seus prazos, para melhor atender aos interesses dos próprios emissores e investidores. Esta questão parece também estar na pauta do órgão regulador.

Quanto à elaboração dos relatórios de análise, as instituições financeiras afirmaram haver uma elevada preocupação com o amplo *disclosure*, principalmente de questões relativas às relações do intermediário com a empresa ofertante. E, de acordo com a maior parte das instituições consultadas, o *disclosure* é suficiente para o gerenciamento dos conflitos de interesses associados ao aconselhamento de venda e distribuição dos ativos ofertados. Além disso, as instituições seguem políticas rigorosas de independência dos analistas responsáveis pela elaboração dos relatórios, com o objetivo de garantir proteção ao investidor e, também, ao funcionário responsável pela divulgação das informações.

Segundo a opinião das instituições financeiras consultadas, o órgão regulador brasileiro contribui para o gerenciamento dos conflitos de interesse nesta área, pois é rigoroso na análise dos documentos da oferta endereçados ao público em geral, como o material de propaganda.

Entretanto, como o varejo tem uma representação muito reduzida no mercado doméstico de valores mobiliários, existem instituições que ainda não têm o foco nesse segmento e se sentem prejudicadas pelas exigências do regulador, com o objetivo de proteger os investidores de varejo. Tais intermediários argumentam que a maior parte do volume de negócios do mercado de ofertas está atrelada a instituições (empresas emissoras e investidores) que sabem mensurar os riscos e avaliar corretamente os ativos.

Como mencionado anteriormente, não é incomum que, no Brasil, os processos de oferta pública de ativos, de ações ou títulos de dívida, estejam enquadrados em um contexto mais longo de relacionamento entre a empresa emissora e o intermediário financeiro. Este contexto envolve, na maioria das vezes, um relacionamento de crédito. Para tratar estes conflitos de interesses, a maior parte das instituições apontou o uso de barreiras às informações e restrições entre as diferentes áreas de atuação do intermediário financeiro, mas, como descrito no relatório da IOSCO, nem sempre este mecanismo é totalmente rígido. Há transposição de barreiras em situações nas quais a oferta envolve regimes de garantia firme, em que o risco de crédito do emissor deve ser analisado por outras áreas do banco. Muitas instituições relataram também que, em alguns casos, os limites das barreiras impostas não são claros, e novos funcionários vão sendo envolvidos na operação, de acordo com a evolução do processo da oferta.

Um mecanismo que se mostrou bastante eficiente para o tratamento de conflitos de interesses dessa natureza, e que é amplamente utilizado pelas instituições entrevistadas, é o *disclosure* das informações. Há recomendações por parte dos instrumentos de regulação e auto-regulação de que haja a divulgação nos documentos da oferta, em especial nos prospectos, de toda e qualquer relação entre as partes relacionadas que possam influenciar na decisão de realização da oferta e na decisão de aquisição dos ativos por parte dos investidores. Nas reuniões realizadas, observou-se um elevado grau de cuidado por parte dos intermediários financeiros em divulgar todas as informações disponíveis, mesmo as que não são obrigatórias por lei ou por códigos

de auto-regulação. Também foi ressaltado que, nos casos de ofertas de títulos de dívidas no mercado brasileiro, as agências classificadoras de *rating* funcionam como fortes mitigadoras de risco, e, conseqüentemente, ajudam no tratamento destes tipos de conflitos de interesses.

Segundo as instituições financeiras consultadas, a ocorrência concomitante de serviços de escrituração de ofertas associados ao fornecimento de crédito é comum devido tanto ao reduzido número de instituições financeiras que atuam como *underwriters* no país como, também, pela característica de relacionamento entre instituições financeiras e empresas emissoras, principalmente aquelas de grande porte.

Entretanto, de acordo com algumas instituições, essa situação deveria ser caracterizada como um comportamento natural de mercado, já que as duas atividades fazem parte do negócio da instituição financeira e são, usualmente, demandadas pelas companhias emissoras. Além disso, tanto os intermediários financeiros como os emissores estão aptos a avaliar os riscos envolvidos nas operações.

Segundo as instituições intermediárias, nesses casos há um total *disclosure* da situação financeira do emissor e de suas relações com a instituição responsável pela oferta, o que se apresenta como um mecanismo eficiente de gerenciamento dos conflitos de interesse, já que o investidor, de posse das informações, tem plenas condições de avaliar sua real demanda pelo ativo e precificá-lo corretamente. Também vale ressaltar que, neste ponto, o órgão regulador local é extremamente exigente em relação à divulgação das referidas informações. A documentação apresentada à CVM é fonte de detalhada análise, e não são incomuns os pedidos de exigência (de revisão ou acréscimo de informações) nas partes dos documentos das ofertas que tratam das relações financeiras ou participações societárias entre intermediários e emissores.

Para outro grupo de instituições financeiras, a concomitância de atuação na estruturação da oferta e no fornecimento de crédito também se justifica pelas condições do mercado de crédito doméstico, onde as instituições financeiras não têm condições de oferecer financiamento direto às companhias emissoras por prazos muito longos (superiores aos prazos de colocação de títulos de dívida).

Por fim, ficou claro nas entrevistas com os intermediários financeiros que seus processos para o controle e mitigação de conflitos de interesses são muitos e recorrentemente

aplicados. Além disso, mostraram acreditar que o órgão regulador no Brasil tem um nível de exigência considerado elevado, possivelmente em função mais dos comportamentos atípicos observados historicamente - que exigiram atuação punitiva do regulador - do que da atual forma de condução dos processos de ofertas pela maioria das instituições financeiras. Os intermediários também concordam que medidas adicionais não devem ser ainda mais restritivas que as já existentes, mas confiam na definição de diretrizes gerais que possam levar ao aprimoramento e desenvolvimento do mercado, sem seu engessamento. A quase totalidade das instituições já aderiu a códigos de entidades auto-reguladoras - que trazem recomendações operacionais, éticas e, particularmente, definem a atuação em processos de ofertas de títulos e frente a conflitos de interesses - e acredita que elas são o fórum apropriado para a evolução no tratamento dessas questões.

Todos os entrevistados reconhecem o avanço da sofisticação do mercado brasileiro, o qual tem sido acompanhado pelo aprimoramento dos mecanismos de controle de conflitos e de riscos, e destacam o aumento da importância dada ao treinamento de funcionários quanto à adoção de práticas éticas e à obediência às regras estabelecidas pelas próprias instituições e órgãos reguladores e auto-reguladores. As instituições não ignoram os entraves que deverão ser superados para o melhor desenvolvimento do mercado, alguns deles apontados neste relatório e outros associados a questões tributárias e legais, mas indicam, de forma unânime, um cenário positivo para essas questões, baseado nos avanços macroeconômicos e institucionais do país.

3

DESTAQUES DOS COMENTÁRIOS ENVIADOS À IOSCO PELAS DEMAIS INSTITUIÇÕES PARTICIPANTES DA AUDIÊNCIA PÚBLICA

A seguir, damos destaque aos itens mais relevantes apontados pelas demais instituições participantes do processo de audiência pública do relatório da IOSCO sobre o tratamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros nos processos de ofertas de valores mobiliários, em seus respectivos países.

Todas as respostas foram minuciosamente analisadas pela IOSCO, entretanto, nem todas resultaram em alterações no conteúdo do relatório e nas recomendações propostas pela IOSCO. Ainda assim, a análise das questões apresentadas pelas demais instituições aparece como uma interessante fonte de pesquisa comparativa dos mecanismos adotados nas diferentes jurisdições sobre o gerenciamento de conflitos de interesses pelos intermediários¹⁸.

18. A íntegra das respostas enviadas pelas instituições internacionais está disponível em inglês no *site* da IOSCO, no endereço www.iosco.org.

Investment Industry Association of Canada - IIAC

Sugerem que a IOSCO não recomende intervenções regulatórias sobre conflitos de interesses até que problemas de mercado reais sejam apontados e outras soluções possíveis sejam exploradas. Manifestam que, pela natureza da intermediação que está no centro do que chamam de “interesses competitivos” - comuns a quaisquer compradores e vendedores de produtos e serviços -, os intermediários não devem ser responsáveis por identificar e tratar os conflitos existentes no curso natural dos negócios. Afirmam que em alguns dos exemplos citados pela IOSCO, como o da instituição que atua em *corporate banking* e *investment banking* para uma determinada companhia, não existem conflitos de interesses, já que as próprias companhias buscam intermediários que ofereçam uma variedade de serviços.

The Japan Securities Dealers Association – JSDA

Sugerem a inclusão no relatório da IOSCO do item Assimetria de Informações como elemento também gerador de conflitos de interesses.

Quanto ao conteúdo do relatório, discordam dos casos-limite de desistência de atuação na oferta por parte do intermediário financeiro, acreditando que os conflitos exemplificados no estudo podem ser tratados pelas outras abordagens.

Em relação aos casos de precificação e alocação, informam que a sobrevalorização dos preços nas ofertas pode ocorrer também por influência das empresas emissoras (cita exemplo ocorrido no Japão) e, quanto à alocação, acreditam que o mecanismo de *disclosure* é eficiente para o gerenciamento de conflitos. Também citam o exemplo dos intermediários japoneses, todos membros da associação (JSDA), que são obrigados a procurar absorção ampla e igualitária para os títulos ofertados. Sob este princípio, são obrigados a distribuir 10% ou mais dos títulos por lote, como uma regra, e publicar os procedimentos de alocação, incluindo os critérios para a distribuição dos ativos por outros métodos que não o lote. Seguindo este procedimento de alocação transparente, eles podem recompensar seus clientes frequentes em algum grau até o ponto em que isso não seja considerado uma alocação injusta para clientes particulares.

British Banker's Association

Sugerem a criação de princípios gerais pela IOSCO, de forma a incentivar a convergência de práticas internacionais, sem a criação de um conjunto de leis específicas. Citam o exemplo do *Core Principle 23* da IOSCO e sugerem, também, que a organização crie um código de condutas na área de conflitos de interesses, de forma que cada intermediário possa desenvolver seus próprios procedimentos internos, específicos ao seu modelo de negócios, validados pelo seu regulador nacional.

Australian Financial Market Association - AFMA

Informam que uma lei sobre o assunto foi adotada na jurisdição em 2005, e procuram descrever as experiências dos membros da associação a partir da aplicação dessa lei.

Argumentam que, dado o regime regulatório australiano, os princípios da IOSCO apresentados no relatório não agregariam muito valor às práticas locais. E concordam em que a grande variedade de conflitos de interesses torna impossível a definição de regras específicas para seu tratamento.

Afirmam que a definição de regras deverá ter variações entre as jurisdições de acordo com as características tanto do mercado como do aparato regulatório, e que a IOSCO deve apenas prover recomendações gerais. Ressaltam também que alguns mecanismos detalhados de *compliance* presentes no relatório não encontram espaço dentro das recomendações (citam o exemplo das barreiras à informação – *chinese wall* - que devem ter seu uso recomendado, mas sem a definição de “como” devem ser usadas). Reconhecem que os “princípios” adotados deverão fazer distinção entre o mercado de varejo (que precisa de mais proteção) e o de atacado (onde as regras de mercado tendem a funcionar melhor), o que consideram a pedra fundamental de um sistema regulatório eficiente.

Ressaltam que a definição de conflito de interesses (quando o interesse do intermediário é inconsistente ou diverge do dos clientes, investidores ou outros) é muito ampla para ter aplicação prática, especialmente para os intermediários que atuam com uma gama de serviços. Sugerem que o conceito seja refinado, propondo uma definição mais restrita: acontece quando o intermediário tem uma obrigação (*duty of care*) com

o cliente, e quando o conflito é de natureza material. Além disso, contrapõem que nem sempre a presença de conflitos é ruim na perspectiva do cliente: este pode preferir um ambiente de existência de conflitos (adequadamente tratados), concentrando serviços em um único intermediário financeiro, do que ter que usar uma combinação de serviços de instituições independentes.

Quanto à abordagem envolvendo todo o grupo, citam o exemplo de uma instituição que utiliza *Conflicts Office*, um grupo de atuação global que trabalha juntamente com os *Control Rooms* regionais e mantém as listas de restrições de negócios para gerenciar conflitos entre as áreas de *research* e de negócios de empresas para as quais o intermediário está atuando em consultoria de finanças corporativas ou em fusão e aquisição. Informam também que a eficácia do gerenciamento dos conflitos se dá pela atuação do *compliance*, auditoria, ou pela função de vigilância, onde a gerência sênior está sempre envolvida.

Acreditam que a desistência da atuação pode ter impacto contrário ao objetivo de gerenciar conflitos, alterando as regras de mercado, e que esta prática não se aplica em alguns dos casos citados pela IOSCO, como, por exemplo, quando o intermediário financeiro está atuando simultaneamente em mais de uma transação de finanças corporativas para empresas concorrentes, desde que os clientes estejam bem informados e concordem voluntariamente com a situação. Apontam que a desistência na atuação não deve ocorrer quando a remuneração do intermediário está fora dos padrões praticados no mercado, já que isso pode se justificar pela atuação diferenciada da instituição; ou quando o emissor está atravessando problemas financeiros e tem empréstimos pendentes com um membro do grupo ao mesmo tempo em que o intermediário assume o mandato de uma oferta de valores mobiliários para a empresa. Ainda segundo a entidade australiana, esses casos devem ser sempre acompanhados de *disclosure* apropriado - o que apenas não ocorreria por infração da lei ou por falhas no procedimento de *due diligence*. O *disclosure* garantiria aos compradores informações suficientes para a definição de preços e da demanda pelos ativos.

Acreditam que os sistemas de controle internos dos intermediários financeiros e a elevada preocupação com barreiras à informação entre as áreas de *research e investment banking* e as exigências legais de documentação são suficientes para o esclarecimento e garantia de proteção do investidor. Concordam que documentos de *research* prévios à

emissão devem ser revistos ou cancelados, mas afirmam que isto não seria comum no caso de IPOs, já que as empresas ainda não são listadas. Além disso, informam que em algumas jurisdições, como em Hong Kong (*Hong Kong Takeover Code*), há a obrigatoriedade de que o intermediário retire os relatórios de *research* (dos *sites*, por exemplo), quando da atuação em uma transação de fusão e aquisição, mas não é comum a obrigatoriedade de que os relatórios sejam atualizados, já que têm uma “vida curta” e sua obsolescência ao longo do tempo é evidente.

Argumentam que o estudo deveria fazer maior diferenciação entre os mercados de dívida e de ações, que na prática têm importantes diferenças estruturais como, por exemplo, em relação à rigidez dos preços, o que pode influenciar o tipo de conflitos de interesses que surge nas operações.

Aconselhamento para a realização da oferta

Quanto aos conflitos de interesses que surgem nas práticas de aconselhamento, apontam questões de mercado que seriam suficientes para minimizar a ocorrência de tais conflitos, como a transparência das taxas de empréstimos e os mercados de securitização de dívidas; a existência de operações independentes nas diferentes divisões de negócios dos bancos, que competem entre elas; e a existência de clientes sofisticados com condições de avaliar a qualidade do aconselhamento oferecido, além do fato de ser uma realidade comercial a empresa poder escolher outro *adviser*, se estiver insatisfeita. Quanto aos investidores, uma vez feito adequado *disclosure*, eles estarão cientes dos riscos de investimento, aliado ao fato de que empresas listadas devem manter, por regra, um fluxo contínuo de informações ao mercado. Afirmam também que a responsabilidade de *disclosure* por parte da companhia não deve ser transferida para o intermediário; que a remuneração deve ser de livre negociação entre as partes nos mercados de atacado; e que não existe base na regulação para a interferência nas relações comerciais normais entre grandes empresas.

Precificação

Quanto aos conflitos resultantes da precificação, argumentam que práticas de mercado, como *benchmarks* do setor ou da indústria, possibilitam comparações para o propósito de precificação. Destacam que uma determinada faixa de preço é geralmente fruto

de um consenso entre o sindicato de bancos envolvidos na oferta, baseado em certos critérios como o preço de fechamento nos últimos dias de negócios, recomendações feitas pelo emissor, a demanda pelos ativos, a visão de preços dos investidores e as condições de mercado. Além disso, a reputação de um banco de investimentos depende de sua habilidade em captar recursos através de uma distribuição eficiente e com bom preço para seus clientes: uma emissão não será considerada um sucesso se for subprecificada (*underpriced*), e, na prática, casos de sub ou sobrevalorização apenas ocorrem quando há falhas de mercado.

Alocação

De acordo com a entidade, a alocação geralmente está baseada em uma série de critérios acordados entre o sindicato de bancos e o emissor, entre eles: preços e quantidades demandados pelos investidores; comportamento dos investidores no *bidding process*; expectativa dos investidores no *aftermarket*; desejo de diversificação da base de investidores (institucionais x varejo x fundos de investimento; longo prazo x curto prazo; *mix* geográfico); e qualquer restrição de venda ou outra restrição regulatória local aplicada a investidores de determinadas jurisdições. Assim sendo, a alocação final é tipicamente decidida e aprovada pelo emissor; e, no processo de alocação, existe um acordo entre o emissor e o intermediário que pode ser refinado ao longo do processo de colocação, no qual os elementos-chave são direcionados mais pelo cliente (emissor) que pelo intermediário.

Aconselhamento ao varejo/distribuição

A entidade acredita que *disclosure* compreensivo e adequadamente divulgado para os investidores de varejo é uma importante salvaguarda nos processos de distribuição. Isso pode ser complementado por uma série de outras checagens, que usualmente fazem parte de um sistema eficiente de proteção ao investidor, como, por exemplo, treinamento adequado e suporte aos funcionários que lidam com os clientes de varejo.

Serviços de empréstimos

É incomum que situações de dificuldade financeira do emissor não estejam descritas nos prospectos, sem que tenha havido ou infração da lei ou falta da *due diligence*. Além das questões legais, os bancos também consideram o risco, para sua reputação, de não

fazer o *disclosure* apropriado. Nos casos em que o banco atua também como credor da companhia, ele pode estruturar a operação, desde que faça o *disclosure* adequado do “alívio da situação financeira” para o emissor e precifique o ativo corretamente, de forma a compensar os compradores/investidores pelo risco que estão assumindo. O *disclosure* do banco terá reflexos no preço e na demanda dos investidores.

Como associação, eles observam um grande comprometimento dos bancos com práticas de alto padrão e obediência à legislação. Suas ações refletem em parte uma disciplina de mercado, já que clientes potenciais relutam em lidar com instituições que têm um histórico ruim quanto ao respeito aos interesses de seus clientes. Além disso, a competição de outras instituições do mercado é suficiente para suprir deficiências neste sentido. Assim, instituições intermediárias são sensíveis a publicidade negativa, a advertências pelos reguladores e a outras indesejadas conseqüências que possam surgir de sistemas de *compliance* deficientes. Além disso, os intermediários sabem que seu negócio depende da confiança do público.

A associação concorda que é também evidente que reputação e disciplina de mercado nem sempre previnem desonestidade ou comportamento descuidado que levam a escândalos financeiros, motivo pelo qual existe a necessidade de regulação. Mas observam que a regulação é custosa, e é importante que seja aplicada da maneira mais eficiente possível. Descrevem que, na prática, reguladores e prestadores de serviços financeiros têm um interesse comum no fortalecimento dos mercados financeiros e na confiança do investidor, e que os reguladores podem usar esta base comum a seu favor no desenho e administração da regulação, especialmente em relação ao gerenciamento dos conflitos de interesses. Sugerem que a IOSCO leve em consideração as características de *compliance* do mercado financeiro em suas futuras análises dos ativos cobertos no relatório, para formar uma visão do melhor caminho a seguir daqui em diante.

European Federation of Financial Analysts Societies – EFFAS

A federação tem como membros 24 associações, que representam 14 mil profissionais de investimentos que atuam nas áreas de *research* em ações e títulos de renda fixa, administração de portfólios e aconselhamento de investimentos.

Sugerem que esteja explícito no relatório tratar-se de conflitos de interesses “financeiros”, e que a questão associada à remuneração do intermediário financeiro pelo cliente-emissor não seja incluída na relação de conflitos tratados no relatório, já que é uma situação que surgirá em função de um outro conflito de interesse, já previsto no relatório.

Destacam que o *disclosure* de conflitos nem sempre é suficiente para mitigar conflitos para investidores de varejo, que raramente lêem os prospectos; que as regras de alocação devem ser claramente definidas antes do começo da subscrição, de forma a evitar atitudes arbitrárias; e que as áreas de *compliance* e de riscos dos intermediários devem sempre ser envolvidas.

Zentraler Kredit Ausschuß – ZKA

Informam que as emissões na União Européia obedecem ao *Prospectus Directive (2003/71/EU)*, que estabelece a obrigação de dar *disclosure* compreensível para os conflitos de interesses por parte do emissor e do consórcio de bancos. Citam o *European Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*¹⁹, onde está estabelecido que o *disclosure* deve ser feito de forma que o cliente investidor receba um sumário com os acordos de comissões relevantes e informações mais detalhadas, mediante solicitação.

Max Planck Institute for Comparative and International Private Law

A entidade apresenta a preocupação de que conflitos de interesses, sob a ótica macroeconômica, podem levar à má alocação de recursos e provocar a ineficiência de mercado.

Descrevem que, na União Européia, o *MiFID (Market in Financial Instruments Directive)*, e sua *Commission Directive*, é o mais atual recurso sobre conflitos de interesses, contendo regras detalhadas e a sugestão de tratamento, em três passos: primeiro, as empresas de investimento devem tomar todos os cuidados necessários para a identificação de conflitos; segundo, para prevenir efeitos adversos aos interesses dos clientes, as empresas devem manter e operar arranjos organizacionais e administrativos eficientes; e,

19. Mais informações em <http://www.mifidconnect.com>.

quando estes arranjos não forem suficientes, devem divulgar a natureza geral ou fontes de conflitos para os clientes.

Também fazem referência ao *Securities Trading Act*, da Alemanha, que trata dos conflitos de interesses, listando as situações em que podem ocorrer e diferenciando os conflitos evitáveis dos inevitáveis, ou seja, estes últimos seriam aqueles que não podem ser tratados por divulgações, medidas organizacionais, tratamento igualitário, prioridade ou razoável abstenção na transação, sob a ótica de que nem todos os conflitos devem ser evitados a todo e qualquer custo, já que esta prática poderia levar ao fechamento (quebra) do intermediário financeiro.

Sugerem que a definição de conflitos de interesses deve considerar a existência de relação entre duas ou mais pessoas, na qual uma delas deve tomar decisões pela(s) outra(s), e onde o tomador da decisão tenha um “interesse” especial que afete negativamente a decisão, tornando-a menos confiável do que seria sem a presença de tal “interesse”. Adicionalmente, sugerem que o conflito seja considerado como inerente à situação e não apenas accidental. Sugerem ainda a seguinte definição de conflitos: “Um conflito de interesse ocorre quando o interesse de uma pessoa interfere na sua habilidade de decidir como agir no interesse de outra parte para a qual tem a obrigação ética ou legal de agir, onde interesse significa influência, preocupação, emoção, lealdade ou outro fator, que pode afetar a decisão da pessoa”.

Reconhecem que os conflitos podem ocorrer quando os intermediários possuem múltiplos clientes (vários emissores, emissores e investidores ou vários investidores), e, nestes casos, devem ser levados em conta os princípios da primazia dos interesses dos clientes e da igualdade entre os interesses dos diferentes clientes.

Caracterizam que situações de conflitos de interesses na atuação de um *pool* de distribuição também exigem o tratamento “envolvendo todo o grupo”, já que as instituições participantes possuem objetivos de negócios em comum e ação coordenada. Quando as empresas agem em conjunto, os mecanismos para o gerenciamento de conflitos de interesses devem levar em conta as estruturas e as atividades dos outros membros. Também acrescentam que os riscos de conflitos de interesses são maiores à medida que aumenta a participação de outras instituições no *pool* de distribuição e à medida que estas instituições participam não apenas no esforço de venda, mas, também, na determinação do preço dos valores mobiliários ofertados.

ICSA - International Council of Securities Associations

Concordam com a criação de princípios gerais e não com a definição de regras restritas sobre o tema. Acreditam que o escopo do relatório deve ser ampliado para outros serviços financeiros, que não apenas os IPO's, e sugerem uma definição mais aprofundada para conflitos de interesses, incluindo a expressão “material” e incorporando os conceitos de conflitos entre o intermediário e seus clientes, ou conflitos entre clientes para os quais o intermediário tem obrigações.

Adicionalmente, ressaltam que devem ser observadas as diferenças entre os mercados de dívida e de ações e entre os investidores de varejo e institucionais, e sugerem que a IOSCO incorpore em sua análise os efeitos dos riscos de imagem e de reputação, muito considerados pelas instituições financeiras.

AFEI – Association Française des Entreprises d’Investissement

Sugerem a divisão do documento da IOSCO em dois: um tratando de conflitos de interesses no mercado em geral, incluindo os casos de análises de investimentos e mercado de derivativos, e outro sobre conflitos nos processos de ofertas primárias.

Acreditam que a escolha da abordagem para o tratamento dos diferentes conflitos deve ser livre e flexível, já que as circunstâncias diferem muito uma das outras, principalmente levando-se em conta as características específicas de cada jurisdição.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS. **Manual ABRASCA de controle e divulgação de informações relevantes**. Rio de Janeiro: ABRASCA, 2007. 22p. Disponível em: <http://www.abrasca.org.br/download/Manual_Abrasca.pdf>. Último acesso: mar. 2008.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Auto-regulação do Mercado Financeiro - código de ética**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2006. 33p. Atualizado em agosto de 2006. Disponível em: <http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo_etica.pdf>. Último acesso: mar. 2008.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Auto-regulação do Mercado Financeiro - código operacional do mercado**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2006. 49p. Atualizado em maio de 2006. Disponível em: <http://www.andima.com.br/comites/arqs/codigo_operacional.pdf>. Último acesso: mar. 2008.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Gerenciamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros nos processos de ofertas**: segunda resposta da ANDIMA à IOSCO. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2007. 12p. Relatório produzido em outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/20071109-iosco.pdf>> Último acesso: mar. 2008

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Resposta da ANDIMA para o relatório da IOSCO conflitos de interesses nos processos de ofertas de Títulos e valores mobiliários**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2007. 15p. Relatório produzido em maio de 2007. Disponível em: <http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/20070529_resposta-iosco.pdf> Último acesso: mar. 2008

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Código de auto-regulação da ANBID para as ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários**. São Paulo: ANBID, 2008. 33p. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_A_ANBID&db=CalSQL2000&docid=392B57421934A14B03257116006C050F>. Último acesso: mar. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. opções em Legislação e Regulamentação, Atos da CVM. Último acesso: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Comments received in relation to the consultation report entitled market intermediary management of conflicts that arise in securities offerings**. Madrid, 2007. 124p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em agosto de 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD252.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **IOSCO statement of principles for addressing sell-side securities analyst conflicts of interest**. Madrid, 2003. 12p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em setembro de 2003. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Market intermediary management of conflicts that arise in securities offerings: consultation report**. Madrid, 2007. 32p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em fevereiro de 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD235.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Market intermediary management of conflicts that arise in securities offerings**: final report. Madrid, 2007. 77p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em novembro de 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Objectives and principles of securities regulation**. Madrid, 2003. 68p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em maio de 2003. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Strengthening capital markets against financial fraud**. Madrid, 2005. 43p. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO, produzido em fevereiro de 2005. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.pdf>>. Último acesso em: mar. 2008.

SINOPSE. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1983- . Mensal. Foi utilizado o número referente ao mês de novembro de 2007. Publicação eletrônica disponível para assinantes e usuários da RTM – Rede de Telecomunicações. Disponível em: <http://www.andima.rtm/site-andima/sinopse/arqs/sinopse_200711.pdf>. Último acesso: mar. 2008.