



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Prazo: 30 de julho de 2007

A minuta que se coloca em discussão tem por objetivo disciplinar os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispor sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Este edital apresenta as principais finalidades da minuta, destacando pontos em que a CVM espera obter subsídios por meio da audiência pública, e divide-se em duas partes. A primeira, introdutória, expõe os motivos que levaram à edição da norma, bem como os dois principais aspectos que tiveram influência em sua elaboração (os processos de desmutualização das bolsas e a necessidade de regular mercados nos quais pode vir a ocorrer o aumento da concorrência entre os mercados). Na segunda parte é feita a apresentação da norma, por capítulo, explicando-se os aspectos mais importantes das opções regulatórias feitas e levantando-se pontos e alternativas para discussão.

Certamente um dos pontos em que a CVM pretende obter uma contribuição mais intensa, durante a discussão pública do projeto, diz respeito às atividades de auto-regulação do mercado pelas bolsas e demais mercados regulados. A CVM deposita grande esperança em que o processo de desmutualização possa contribuir decisivamente para o incremento das atividades de auto-regulação. Muito se debate sobre o suposto agravamento do conflito de interesses entre as atividades de uma bolsa que vise ao lucro e as atividades de auto-regulação dessa mesma bolsa. A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da auto-regulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de auto-regulação (inclusive, no extremo, de cassação da autorização para funcionar), constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e os sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções auto-reguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador. Essa convicção está exposta na minuta.

A edição de uma norma do porte da que agora é submetida a debate impõe diversas escolhas em termos regulatórios. Procurou-se ressaltar neste edital as escolhas refletidas na minuta explicitando as razões que as motivaram, ao menos em termos de proposta para discussão, e será de especial interesse para a CVM obter comentários acerca de qualquer das questões em que foram propostas tais opções. Somente desse modo as opções que vierem a ser feitas quando da edição da Instrução poderão ser as mais adequadas para a preservação da integridade e para o desenvolvimento do mercado brasileiro de valores mobiliários.

I – INTRODUÇÃO: A CVM E OS MERCADOS DE BOLSA E DE BALCÃO

Em sua redação original, o art. 18 da Lei 6.385/76 dispunha competir à CVM propor ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a aprovação de normas gerais relativas às bolsas de valores, às operações realizadas em seus ambientes e às sociedades ali autorizadas a operar¹. No exercício de sua competência o

¹ Na verdade, essa competência do CMN foi estabelecida pela primeira vez na Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (art. 4º, inciso XXI). Em seguida, coube à Lei 4.728, de 14 de julho de 1965 (art. 7º) detalhar os aspectos submetidos à competência do CMN. Esse modelo da Lei 4.728 foi reproduzido pelo art. 18 da Lei 6.385/76, fazendo-se menção agora à necessidade de proposta da CVM. Na redação original deste artigo eram as seguintes, relativamente às bolsas, as normas gerais a serem editadas: (a) condições de constituição e extinção das bolsas de valores, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; (b) exercício do poder disciplinar pelas bolsas sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; (c) número de



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

CMN editou, ao longo do tempo, vários normativos sobre a matéria, sendo o último deles a Resolução 2.690/00, ainda vigente.

A Medida Provisória nº 8, de 31 de outubro de 2001, posteriormente convertida na Lei 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, alterou dispositivos da Lei 6.385/76, entre eles o citado art. 18. Essa alteração trouxe duas importantes conseqüências para a atuação da CVM. Em primeiro lugar, a CVM absorveu a competência anterior do CMN para edição de normas gerais relativas às bolsas de valores. Além disso, houve uma ampliação do espectro do mercado de valores mobiliários com o acréscimo, à jurisdição da CVM, das bolsas de mercadorias e futuros.

A partir dessa mudança, a CVM exerceu apenas parte de suas novas atribuições regulatórias relativas às bolsas, tanto de valores quanto de mercadorias e futuros, editando normas e estabelecendo procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários (Instrução 387, de 28 de abril de 2003) e regras de prestação de informações sobre operações com valores mobiliários (Instrução 379, de 12 de novembro de 2002).

Entretanto, ainda não foi editado normativo específico disciplinando a organização das bolsas de valores e de mercadorias e futuros. Assim, sob o ponto de vista organizativo, ambas continuam, ainda hoje, sujeitas ao regime da Resolução 2.690/00, sendo que, no caso das bolsas de mercadorias e futuros, essa sujeição se dá por força da Instrução 362, de 05 de março de 2002, que estabelece regras transitórias a serem observadas.

Já os mercados de balcão foram previstos, pela primeira vez, na Lei 6.385/76, em especial no art. 21 (a despeito das menções existentes em outras passagens da lei), sendo que, com a Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, a Lei 6.385/76 é mais uma vez alterada para passar a diferenciar mercado de balcão organizado e não organizado². A lei não contém definição do que seja mercado de balcão organizado, mas os trata sempre de forma diferente e separada do de bolsa, como fica explícito da menção sempre dupla, em inúmeros artigos, a mercados de bolsa e de balcão organizado. A Lei 6.385/76 prevê ainda o chamado mercado de balcão não organizado, assim considerado aquele em que ocorrem operações com a participação de empresas ou profissionais integrantes do sistema de distribuição (art. 15, inc. I, II e III), excluídas as operações efetuadas em bolsa e em mercado de balcão organizado (cf. art. 21, §3º).

A competência legal da CVM em relação aos mercados de balcão provém, principalmente, dos §§4º e 5º do art. 21 da Lei 6.385/76, e, ao contrário do que se viu com as bolsas, nunca dependeu da intervenção do CMN. Com base nessa competência, foram editadas as Instruções 42, de 28 de fevereiro de 1985, sobre mercados secundários de balcão, e 243, de 1º de março de 1996, que atualmente disciplina os mercados de balcão organizado. Já quanto ao mercado de balcão não organizado, a principal regra da CVM é a

sociedades corretoras, membros da bolsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa; (d) administração das bolsas, emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas bolsas ou seus membros, quando for o caso; (e) condições de realização das operações a termo.

² Essa distinção, na verdade, surgiu pela primeira vez nas normas da CVM com a Instrução 243, de 1º de março de 1996.



Deliberação 20/85, que considera que a participação de sociedade ou profissional integrante do sistema de distribuição, comprando ou vendendo valores mobiliários, por si só torna pública a negociação³.

A disciplina dos mercados de balcão organizado se mostra hoje muito desatualizada. Ela encontra-se ainda fragmentada, pois algumas normas editadas em princípio para as bolsas acabaram, ao longo do tempo, sendo estendidas aos mercados de balcão organizado⁴. Essa atuação no caso a caso, desacompanhada da edição de uma norma que atentasse para as particularidades dos mercados de balcão organizado e explicitasse diferenças possíveis entre eles e os de bolsa — diferenças estas que, como se viu, a Lei 6.385/76 considerou inerentes à sua existência — parecem ter reprimido o desenvolvimento, no Brasil, de novos sistemas de negociação que pudessem se classificar como mercados de balcão organizado, além de gerar insegurança ao funcionamento dos sistemas hoje existentes.

A minuta ora submetida à audiência pública tem por objetivo principal eliminar, de um lado, as lacunas e, de outro, a rigidez, hoje presentes na regulamentação relativa aos mercados em que se negociam valores mobiliários, ao propor uma disciplina completa e abrangente para a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, de mercadorias e futuros e dos mercados de balcão organizado. Esses mercados são chamados na norma de mercados organizados de valores mobiliários e, juntamente com os mercados de balcão não organizado, constituem os mercados regulamentados de valores mobiliários.

Esse objetivo principal da minuta se insere em um contexto mais amplo, representado por dois fatores que têm contribuído, em todo mundo, para o desenho da disciplina regulatória dos mercados, e que se pretende agora analisar mais detidamente: (a) o movimento de desmutualização das entidades que administram mercados de bolsa; e (b) o aumento da concorrência entre a negociação feita em mercados de bolsa e em outros ambientes de negociação.

A DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS

Em seu modelo tradicional, as bolsas organizam-se como associações sem finalidades lucrativas. Nesse modelo, as funções de auto-regulação (ou de fiscalização) dos mercados que mantêm (cf. art. 17, §1º da Lei 6.385/76) coexistem com os deveres assumidos perante seus sócios que, além de donos do negócio, são ainda os participantes autorizados a operar em seus ambientes. As atribuições de auto-regulação mais típicas incluem a admissão de pessoas autorizadas a operar, o estabelecimento de padrões de listagem e de admissão à negociação de produtos em seus ambientes e a imposição de regras de negociação. Ao lado dessas funções regulatórias, parte fundamental das responsabilidades das bolsas consiste na fiscalização de suas normas e das normas emanadas dos órgãos reguladores, e na aplicação de penalidades aos intermediários que as infringem. Tais atividades, no regime brasileiro, estão sujeitas à supervisão do órgão regulador do mercado de valores mobiliários (cf. art. 17, **caput**, da Lei 6.385/76).

³ Esta conclusão não impede, entretanto, ainda segundo a Deliberação, que os integrantes do sistema de distribuição adquiram, por meio de subscrição pública, durante o período da distribuição, e no exercício de seu direito de preferência, caso sejam acionistas de companhia aberta.

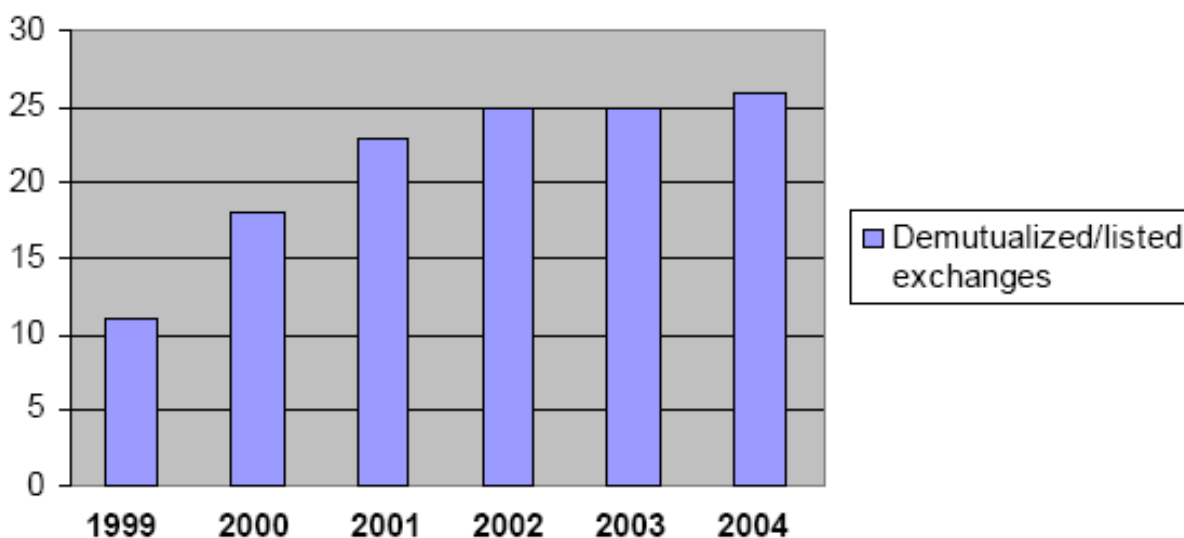
⁴ A própria Instrução 243/96 traz, em seu artigo 17, uma longa lista de normativos da CVM que se aplicam “no que couber”, aos mercados de balcão organizado. Em adição a essa lista, ao longo do tempo outras Instruções foram fazendo referência à sua incidência aos mercados de balcão organizado, destacando-se como exemplo as ainda vigentes Instruções 376/02, 379/02, 380/02 e 384/03.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Nas últimas décadas, bolsas de todo o mundo vêm passando por uma mudança importante em sua estrutura organizativa, abandonando a tradicional forma associativa e convertendo-se em instituições em que o acesso aos mercados que administram torna-se desvinculado da propriedade de parte do patrimônio ou capital da entidade, e freqüentemente tornando-se também empresas com finalidades lucrativas. Esse processo, conhecido como desmutualização, muito freqüentemente tem sido acompanhado da abertura de capital das entidades que administram as bolsas, envolvendo inclusive a listagem de suas ações, listagem esta que, na maior parte das vezes, é efetuada nos mercados que as próprias bolsas operam. A desmutualização é uma tendência clara em termos mundiais, como se vê do quadro abaixo⁵:



A mudança nos objetivos de negócio e na estrutura de propriedade das bolsas levanta questões regulatórias que têm sido objeto de atenção pelas autoridades de mercado de capitais de todo mundo⁶. Essas questões estão ligadas, principalmente, aos efeitos que as alterações em seus objetivos e em sua estrutura de propriedade projetam sobre as atribuições de auto-regulação das bolsas e ao modo adequado de acompanhamento e supervisão dessas entidades, já agora sob a forma desmutualizada, pelos órgãos reguladores.

Nesse sentido, discute-se se os interesses comerciais da entidade desmutualizada, e a finalidade lucrativa que passa a orientar suas atividades, ameaçariam o atendimento das funções públicas que exercem no tocante ao funcionamento justo e regular dos mercados que estão sob sua responsabilidade. Questiona-se, igualmente, o risco de que sejam adotadas políticas no nível da auto-regulação orientadas pelo interesse comercial de curto prazo, mas que se mostrem ineficientes do ponto de vista da garantia da integridade do mercado, podendo redundar no longo prazo em ameaça à própria sustentabilidade do negócio da bolsa. Adicionalmente, nos casos de auto-listagem, a principal dúvida existente é se as bolsas conseguiriam

⁵O relatório anual de 2005 World Federation of Exchanges indica que mais de 50% de seus membros já se desmutualizaram, sendo que metade desse número corresponde a bolsas que abriram seu capital. Cf. <http://www.world-exchanges.org/publications/WFE%202005%20Annual%20Report.pdf>.

⁶Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution, IOSCO, disponível para acesso em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>.



funcionar adequadamente como reguladoras de si próprias, ou se seria necessária a imposição de regras especiais que tentassem eliminar os conflitos de interesse que podem surgir nessa situação⁷. As propostas de tratamento de todas essas questões não têm sido unívocas, variando inclusive em razão do nível de desenvolvimento do mercado de que se trate⁸.

Tudo o que foi dito sobre a desmutualização e seus impactos não quer dizer que os mercados organizados como estruturas mutualizadas, em que apenas membros detentores de participação patrimonial podem negociar, sejam isentos de conflitos. Eles existem e têm sido objeto de preocupação por parte dos reguladores ao longo da história das bolsas. O principal problema que se apresenta diz respeito justamente à qualidade da auto-regulação, na medida em que é exercida por administradores da entidade cujos proprietários são os próprios intermediários a serem supervisionados. Uma estrutura de supervisão e fiscalização nesse contexto, se não contar com ‘blindagem’ adequada contra pressões, tende a ter seu poder de intervenção e sua efetividade muito diminuídos.

Assim, a discussão sobre a melhor forma de organização para que se garanta uma melhoria importante na atuação auto-reguladora das entidades administradoras de mercados, seja no cenário em que sejam associações de membros ou empresas com fins de lucro, assume extrema relevância.

No Brasil, a possibilidade de que as bolsas se organizem como sociedades anônimas já era reconhecida, por meio de uma previsão genérica, desde a Resolução 2.690/00 (art. 1º). Como anota Fábio Konder Comparato, “*tal possibilidade, entretanto, nunca foi utilizada e, por muitos anos e ainda atualmente, as bolsas emitiam apenas títulos patrimoniais, correspondentes à qualidade de membro da Bolsa: ou seja, títulos de acesso ao mercado como órgão distribuidor. Nesse sentido, as bolsas se apresentam como instituições de organização de uma categoria de agentes distribuidores: os corretores. (...)*”⁹. Esse cenário tende a se alterar também no Brasil como dão conta as notícias da imprensa especializada a respeito da intenção das bolsas brasileiras de também se desmutualizarem.

A minuta ora submetida à audiência pública levou em consideração esse novo quadro. Em substituição à previsão genérica existente na Resolução CMN nº 2.690/00, a minuta pretende, por meio de diversos dispositivos, admitir que as bolsas passem a se organizar sob a forma desmutualizada, como nas regras de admissão das pessoas autorizadas a operar, de composição e competência do Conselho de Administração, na estrutura de auto-regulação e nas regras especiais relativas à listagem de suas próprias ações.

A premissa da qual se partiu aqui foi a de que, controlados os incentivos prejudiciais que podem surgir com a operação com objetivo de lucro, a desmutualização não enfraquece as responsabilidades das bolsas como entidades de auto-regulação dos mercados que estão sob sua responsabilidade. Num cenário como esse, o valor do negócio das bolsas para seus sócios dependerá essencialmente da credibilidade e reputação de integridade dos mercados que administrem, o que pode ser visto como um incentivo positivo gerado por toda essa mudança. Mas é claro que a necessidade de equilibrar os interesses em jogo para que se garanta o

⁷ Para um questionamento atualizado da própria idéia de auto-regulação, seus benefícios, desvantagens e conflitos, veja-se Concept Release Concerning Self-Regulation, divulgado pela SEC em março de 2005, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.

⁸ Exchange Demutualization in Emerging Markets, IOSCO, disponível para consulta em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf>.

⁹ “Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto”, in *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 319.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

interesse público traz desafios ao regulador, que estão sendo enfrentados, na minuta, pelo estabelecimento de novos instrumentos para a supervisão da atividade auto-reguladora pela CVM.

AUMENTO DA CONCORRÊNCIA

Outro ponto importante, que também inspirou a minuta ora discutida, é o aumento da competição entre os ambientes em que ocorrem as negociações com valores mobiliários que tem se verificado no exterior, e a necessidade de preparar a regulamentação para esse cenário no mercado brasileiro.

A imagem tradicional das bolsas como organizações localmente baseadas, constituídas a partir da união de corretoras associadas é um resquício do período anterior aos sistemas de negociação automatizados. No passado, a negociação exigia interação visual e verbal, ao vivo ou por meio de telefones, de modo que as bolsas se confundiam com o local físico em que os intermediários se encontravam para negociar valores mobiliários. Ademais, os modelos regulatórios assentavam-se em concepções de raízes rígidas entre intermediários e mercados, cada um com o seu papel: de um lado, os intermediários recolhiam ordens dos clientes para execução em mercado; e, de outro lado, os mercados recebiam ordens dos intermediários, “casando-as” em negócios.

A década de 90 assistiu a uma transformação rápida desse cenário. O avanço tecnológico e dos meios de comunicação e transmissão de dados levou ao virtual desaparecimento dos pregões a viva-voz (*floors*) e ao advento de sistemas eletrônicos de negociação, fazendo com que a participação de intermediários deixasse de ser uma necessidade prática, para torna-se apenas uma das variáveis do modelo. Como resultado, as fronteiras entre mercados e intermediação financeira, outrora bem definidas, são cada vez menos nítidas, seja pelo surgimento de sistemas, alheios aos mercados de bolsa, que permitem o cruzamento e a execução de ordens, seja pelo aumento do volume de ordens de clientes executadas internamente pelos intermediários (a chamada internalização), nas jurisdições em que isso é permitido, como é o caso da norte-americana e da européia.

Os principais mercados do mundo vêm reformulando suas normas em razão desse novo cenário. Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission – SEC* norte-americana reconheceu a atuação desses sistemas alternativos de negociação (*alternative trading systems – ATS*) regulando-os por meio da Regulation ATS¹⁰, que passaram então a ser considerados como parte integrante do chamado *National Market System – NMS*¹¹. Na Europa, foi editada em 21.04.2004 a Diretiva 2004/39, conhecida como “Diretiva MIFID”¹², que se tornará obrigatória a partir de novembro de 2007¹³ e vem a revogar a Diretiva 93/22, de 10.05.1993, relativa aos serviços de investimento nos mercados de valores mobiliários (“Diretiva

¹⁰ Editada em dezembro de 1998, cf. 34-40760, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>. Os chamados Electronic Communication Networks – ECN são também redes eletrônicas de negociação que podem escolher registrar-se como bolsas de valores, atendendo às normas aplicáveis a elas aplicáveis, ou como intermediários, caso em que deverão submeter-se ao disposto na Regulation ATS.

¹¹ O NMS tem por objetivo agrupar as informações e negociações realizadas nos múltiplos ambientes em que pode se dar a negociação de valores mobiliários (Bolsas, ATS e ECN), tentando evitar, dessa forma, a execução de ordens em condições que não sejam as melhores para o investidor de varejo, especialmente. Em junho de 2005 o Regulation NMS foi alterado com o objetivo de modernizar o arcabouço regulatório sob o qual operam os diferentes sistemas de negociação dos mercados de ações.

¹² Disponível para consulta em http://europa.eu.int/eur-lex/pri/pt/oj/dat/2004/l_145/l_14520040430pt00010044.pdf.

¹³ O prazo inicial de transposição da Diretiva MiFID terminou em 31 de Janeiro de 2007, sendo, porém, concedido aos seus destinatários um prazo de 9 meses para se adaptarem às novas exigências ali previstas. A partir de 1º de novembro de 2007 o cumprimento do novo quadro comunitário e das disposições internas que procedem à sua transposição será obrigatório.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

DSI”). A nova Diretiva também reconhece os sistemas alternativos de negociação, ali denominados de *multilateral trading facilities* – MTF.

Tais mudanças incentivam a concorrência, que passa a se dar não apenas entre bolsas, mas também entre elas e os novos sistemas de negociação, bem como entre estes dois e os intermediários que internalizam ordens. Se, por um lado, o advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas, por outro lado, traz uma preocupação real com divisão de liquidez entre os mercados (fragmentação) que pode comprometer a formação de preço, gerar aumento de *spreads* e dificuldades para a supervisão.

O quadro regulatório brasileiro também precisa ser modernizado diante dessa nova realidade. O aspecto da norma que parece ter possibilidade de gerar o maior impacto sobre o quadro da concorrência entre os mercados é aquele relativo às normas que disciplinam os mercados de balcão organizado. No esquema da minuta ora em discussão, esses mercados passam a poder se organizar, entre as modalidades admitidas — e além dos modelos de mercado de balcão organizado já existentes —, de forma similar à que corresponde aos sistemas alternativos de negociação em outras jurisdições. Para isto, foi necessário superar a concepção que hoje prevalece de que os mercados de balcão organizado devem construir-se à imagem e semelhança das bolsas, com poucos descontos regulatórios. Essa concepção, formada em um cenário em que era rara a concorrência entre os mercados de bolsa e as demais formas de negociação, representa hoje um obstáculo à emergência de infra-estruturas de negociação que possam representar outras opções à disposição dos investidores.

II – PRINCIPAIS ASPECTOS DA MINUTA

Cabe ser feita uma menção inicial quanto ao esforço feito para que a minuta não adentrasse em detalhes muito específicos da matéria que se propõe a regular, procurando-se, ao invés, o alinhamento com uma postura baseada em princípios, que se ativesse aos resultados desejados, mas deixando a critério dos destinatários da norma a melhor forma de alcançá-los.

Essa abordagem baseada em princípios, entretanto, não foi perseguida como um fim em si mesmo, tendo sido deixada de lado ocasionalmente, em benefício daquilo que, neste primeiro momento, nos tenha parecido melhor ao funcionamento dos mercados, notadamente em razão da novidade das regras. Assim, houve matérias em que a CVM pressupôs que os agentes de mercado demandassem comandos mais precisos e detalhados para orientar suas ações, da mesma forma que também houve matérias em que se reconheceu a necessidade de mais experiência, amadurecimento e capacitação das próprias áreas técnicas da CVM com a vigência e aplicação da norma.

A Instrução se divide em nove Capítulos, segundo a ordem exposta abaixo:

- (i) Capítulo I – Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários (arts. 2º a 4º): trata dos mercados regulamentados de valores mobiliários, abrangendo as normas mais gerais que são indistintamente aplicáveis aos mercados organizados, de bolsa e de balcão, e não organizado, de balcão;
- (ii) Capítulo II – Mercados Organizados de Valores Mobiliários (arts. 5º a 8º): dispõe sobre os mercados organizados de valores mobiliários, abrangendo as normas gerais aplicáveis aos mercados organizados de bolsa e balcão;



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

(iii) Capítulo III – Entidades Administradoras de Mercado Organizado (arts. 9º a 35): disciplina as entidades administradoras de mercados organizados, compreendendo as normas aplicáveis às entidades responsáveis pela administração de tais mercados;

(iv) Capítulo IV – Auto-Regulação dos Mercados Organizados (arts. 36 a 49): abrangendo a auto-regulação dos mercados organizados, contendo normas aplicáveis à sua auto-regulação;

(v) Capítulo V – Operações nos Mercados Organizados (arts. 50 a 64): trata das operações nos mercados organizados, isto é, aos negócios realizados nesses mercados;

(vi) Capítulo VI – Mercados de bolsa (arts. 65 a 90): contém as normas aplicáveis à organização e ao funcionamento dos mercados e operações de bolsas de valores, futuros e mercadorias;

(vii) Capítulo VII – Mercados de Balcão Organizado (arts. 91 a 108): abrangendo as normas aplicáveis à organização e ao funcionamento dos mercados e operações de balcão organizado;

(viii) Capítulo VIII – Procedimentos (arts. 109 a 118): trata dos procedimentos a serem observados pela CVM no exercício de sua competência para a autorização e a fiscalização das atividades dos mercados regulamentados;

(ix) Capítulo IX – Competência da CVM (art. 119 e 120), abrangendo as normas gerais quanto à vigência da Instrução, e às situações de adaptação pelas entidades atualmente autorizadas a operar mercados organizados de valores mobiliários; e

(x) Capítulo X – Disposições finais e transitórias (art. 121 a 125), abrangendo as normas gerais quanto à vigência da Instrução, e às situações de adaptação pelas entidades atualmente autorizadas a operar mercados organizados de valores mobiliários.

A – MERCADOS REGULAMENTADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

A minuta considera como mercados regulamentados de valores mobiliários os mercados organizados de bolsa e de balcão, assim como os mercados de balcão não organizado (art. 2º). Ao propor um conceito comum para essas três categorias de mercado a CVM incorpora à norma, com aperfeiçoamentos, o conteúdo da Deliberação 20/85, que considera como pública qualquer negociação com valores mobiliários que conte com participação de sociedade ou profissional integrante do sistema de distribuição e explicita sua competência em relação às operações feitas nestes mercados (cf. art. 21 da Lei 6.385/76). Aos mercados de balcão não organizado aplicam-se as regras que são (e venham a ser) estabelecidas em norma específica, relativas à intermediação e corretagem (art. 4º).

Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros e os mercados de balcão organizado (art. 3º, §1º). Qualquer mercado organizado deve ser administrado por entidades administradoras (“Entidades Administradoras”) autorizadas pela CVM (art. 3º, §2º), de forma que o pedido de autorização para funcionamento do mercado organizado deve ser apresentado simultaneamente ao de autorização para operação da entidade administradora por ele responsável, sendo todo o procedimento para obtenção do registro de ambos disciplinado em capítulo próprio.

Independentemente do tipo de mercado organizado, a auto-regulação é função essencial a seu funcionamento, sendo tratada em capítulo próprio (art. 3º, §4º). Mas a CVM também reconheceu, por meio da proposta constante da minuta, as vantagens de garantir-se alguma flexibilidade na institucionalização das responsabilidades dos mercados relativas à auto-regulação. Por exemplo, está prevista a possibilidade de que



a alocação dessas responsabilidades também possa ser feita por meio da constituição de uma pessoa jurídica separada, ou até pela contratação de terceiros, sempre sob prévia autorização da CVM (arts. 9º, §2º e 36, §3º). Admite-se, ainda, que venham a ser apresentadas à avaliação da CVM estruturas de auto-regulação diferentes daquelas definidas na norma aqui proposta, tanto no que diz respeito às bolsas de valores quanto no tocante aos mercados de balcão organizado (art. 9º, §4º).

B – MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

A minuta não diferencia conceitualmente os mercados de bolsa e de balcão organizado. A Lei 6.385/76 também não enuncia diferença conceitual entre os mercados, embora os trate de forma diferente (em especial em seu art. 21). Na minuta, a ausência da distinção conceitual deveu-se às fronteiras imprecisas entre bolsa e demais mercados, a que já se fez referência. Adicionalmente, também se levou em conta que o tratamento conceitual não parece ter produzido benefícios relevantes nas jurisdições que o adotaram, nem parece ter sido o caminho escolhido pelas jurisdições que mais recentemente trataram do tema. Tomando-se como exemplo a experiência norte-americana, verifica-se que, por décadas, a definição de bolsas tem sido mais um fator de insegurança do que de conforto para os mercados e, ainda hoje, a definição do que seja um ATS é feita de forma circular e por oposição ao conceito de bolsa¹⁴⁻¹⁵.

Também por razões de incentivo à maior concorrência, optou-se por não impedir a criação de estruturas de balcão organizado que tentassem emular o mecanismo de funcionamento das bolsas, mesmo porque, já existe, atualmente, um mercado de balcão organizado com essas características¹⁶ e a regulamentação proposta assegura que a autorização inicialmente concedida a tais mercados possa ser revista ao longo do tempo, caso se verifique a ocorrência de mera arbitragem regulatória. Finalmente, pareceu à CVM que, por mais controversa que seja a matéria, a clareza das escolhas regulatórias feitas na minuta era mais importante que o conceito em si, uma vez que possibilita aos mercados operar com segurança e prepararem-se adequadamente para o ambiente mais competitivo que se anuncia.

A minuta propõe, então, uma classificação dos mercados de bolsa e de balcão organizado de acordo com alguns critérios. Em primeiro lugar, a CVM levará em conta as regras de formação de preços em seus ambientes ou sistemas. Nesse sentido, os mercados de bolsa deverão sempre se organizar de forma a permitir

¹⁴ Nos Estados Unidos, o início do debate em torno do conceito de bolsa remonta a 1969, quando a Instinet montou o primeiro sistema automatizado para negociação de ações de companhias norte-americanas. A SEC respondeu a este fato propondo a Rule 15c2-10, determinando que sistemas automatizados como o da Instinet se registrassem, ainda que não como bolsas. A iniciativa regulatória foi formalmente deixada de lado em 1975, e então re-proposta, com modificações, em 1989, para ser novamente deixada de lado em 1994. Finalmente, em 1998, sobreveio o Regulation ATS. A própria SEC já observou que uma interpretação expansiva da definição de bolsa acabaria levando à necessidade de registro da maior parte dos sistemas proprietários (como também são chamados os ATS), intermediários, mesas de negociação e até mesmo dos vendedores de cotações. Para uma análise crítica dos problemas causados pela abordagem conceitual, veja-se *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, Ian Domowitz e Ruben Lee, março de 1998.

¹⁵ De acordo com o Regulation ATS, alternative trading system é: “qualquer organização, associação, pessoa, grupo de pessoas ou sistema que: (1) constitua, mantenha ou proporcione um mercado ou instalações que busquem reunir compradores e vendedores de valores mobiliários, ou que de qualquer outra forma desempenhe, com relação a esses valores mobiliários, funções ordinariamente desempenhadas por uma bolsa de valores, assim consideradas de acordo com o significado do art. 3b-16 deste capítulo; e (2) que não: (a) estipule regras que disciplinem a conduta de subscritores, com exceção daqueles subscritores que negociem em tal organização, associação, pessoa, grupo de pessoas ou sistema; ou (b) discipline subscritores em outro campo que não a exclusão da autorização para negociação.

¹⁶ Trata-se da SOMA, mercado que hoje pertence à BOVESPA.

a formação pública de preços, embora, como reconhece a minuta mais adiante, essa formação possa se dar por meio de sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibilitem o encontro e a interação de ordens, ou mediante execução de ordens postas por intermediários formadores de mercado, dentro das condições que a bolsa vier a disciplinar e respeitadas as condições fixadas pela minuta. Admite-se ainda que os mercados de balcão organizado reproduzam os métodos de descoberta de preços das bolsas em seus sistemas ou ambientes de negociação, caso em que deverão respeitar regras semelhantes de formação de preços e de execução de ordens, apenas contando com maior flexibilidade nas negociações envolvendo formadores de mercado.

Em segundo lugar a minuta enumera uma série de atributos exclusivos dos mercados de balcão organizado, que são: (a) a possibilidade de acesso direto a seus mercados, sem intervenção de intermediário, (b) a existência de ambientes ou sistemas para registro de operações previamente realizadas, em que um negócio pode ter sido fechado sem formação pública de preço, ou, ainda, com formação de preços passiva (extraída de outros mercados), e (c) a divulgação diferida e não contínua de informações quanto às operações cursadas ou registradas em seus ambientes.

Se por um lado essas características podem constituir-se em vantagem competitiva dos mercados de balcão organizado, por outro lado pondera-se que caberá a cada participante — ou à autoridade reguladora a que eventualmente esteja sujeito, no caso de investidores institucionais — escolher a estrutura de mercado mais conveniente aos seus interesses, de forma que a competição, incentivada por regulação e supervisão adequadas, produza resultados mais benéficos para o funcionamento do sistema. Ao invés de vedar a existência de sistemas em que não haja formação pública de preços (como os de registro) ou em que a informação não seja divulgada de forma imediata e contínua, preferiu-se deixar aos participantes de mercado a escolha de exigir ou não a presença desses atributos nos mercados, e aos reguladores de investidores (como a própria CVM em relação aos fundos de investimento, e ao Conselho Monetário Nacional em relação às entidades de previdência complementar e às seguradoras), o poder de exigir que algumas ou todas as operações dos entes regulados sejam realizadas em diferentes modalidades de mercados.

A minuta, no entanto, não pretendeu favorecer a concorrência aos mercados organizados existentes a ponto de prever a chamada “internalização sistemática de ordens” como uma prerrogativa dos intermediários¹⁷. A internalização sistemática é reconhecida pela Diretiva MIFID como um dos ambientes em que pode se dar a negociação de ações. Nesse sentido, os internalizadores sistemáticos concorrem com os demais ambientes em que essa negociação pode ocorrer, que são os mercados regulamentados e os sistemas multilaterais de negociação. Tradicionalmente, o regime normativo aplicável aos intermediários volta-se à imposição de regras de natureza fiduciária que devem reger sua relação com o cliente. A partir do momento em que esse intermediário passa a ser considerado também um mercado, sua disciplina ganha uma nova perspectiva, voltada também para o funcionamento transparente e ordenado da negociação.

A minuta, como dito, não admite a internalização sistemática, dado que, como regra, a negociação de valores mobiliários deve sempre se dar em mercado organizado, salvo no caso das exceções previstas no art. 59. Assim, caso uma corretora pretenda administrar um mercado que consista no cruzamento das ordens de

¹⁷ De acordo com a Diretiva (art. 4º(7)), internalizador sistemático é “uma empresa de investimento que, de modo organizado, freqüente e sistemático, negocia por conta própria executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF”.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

seus clientes em seus próprios livros, deve obter para isto um registro na CVM, como um dos mercados organizados previstos na norma.

Também o volume operado no mercado e o público investidor visado serão considerados na classificação como bolsa ou mercado de balcão organizado. Essa abordagem reconhece que esses dois fatores — volume expressivo de operações e o público visado ser o de investidores de varejo — têm o condão de produzir maior impacto no mercado e, dessa forma, são elementos em favor do aumento da intervenção regulatória.

Finalmente, reconhecendo que a liberdade organizativa dada aos mercados de balcão organizado poderia levar a arbitragens regulatórias indesejáveis, ou produzir estruturas de mercado de balcão organizado cujo tamanho (e potencial impacto ao mercado) não seja compatível com o tratamento regulatório que lhes seria reservado, prevê-se a possibilidade de re-classificação. Assim, a minuta permite que, observado procedimento específico, que contempla o contraditório, a CVM possa determinar a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa ou a alteração das dispensas ou autorizações especiais que tenham sido conferidas nos termos desta Instrução, em razão das características concretas do mercado.

A CVM está especialmente interessada em receber manifestações acerca das diferenças entre mercado de bolsa e mercado de balcão organizado, seja do ponto de vista conceitual, seja quanto ao tipo de organização e de operações permitidas em cada um desses mercados. Especificamente, gostaríamos de receber respostas às seguintes perguntas:

- 1) A minuta deve considerar diferenças conceituais entre os mercados de bolsa e os de balcão organizado?
- 2) Dado que a Lei 6.385/76 não enuncia as diferenças entre bolsa e balcão organizado, quais deveriam ser os atributos operacionais e organizativos de cada um deles?
- 3) Seria desejável, sob o ponto de vista do investidor e do incentivo ao desenvolvimento de mercados alternativos, que ofereçam mais opções para os investidores, que se adotasse uma definição dos mercados de bolsa que impedisse a adoção de modelos que procurassem reproduzi-los, com menor ônus regulatório?

A CVM está também interessada em receber comentários a respeito do sistema de classificação previsto no art. 4º. Especificamente, gostaríamos de receber respostas às seguintes perguntas:

- 1) Que outra abordagem, além da classificatória, de cunho aberto, poderia ser adotada na diferenciação entre os mercados de bolsa e de balcão organizado?
- 2) Que outros critérios poderiam ser acrescentados ao art. 5º para enunciar diferenças entre mercados de bolsa e de balcão organizado?
- 3) É apropriado entender os critérios dos incisos I, III e IV do art. 5º como privativos dos mercados de balcão organizado?
- 4) Deveriam ser explicitados outros elementos que serão considerados pela CVM na hipótese de re-classificação? Neste caso, que critérios poderiam ser utilizados?

Gostaríamos também de receber comentários sobre a escolha feita na minuta, de não permitir a internalização de ordens pelos intermediários:

- 1) Os eventuais impactos negativos dessa proibição sobre as condições de concorrência entre mercados podem ser compensados pelo que a vedação à internalização agrega em termos de proteção ao investidor?
- 2) Por outro lado, os eventuais efeitos positivos da internalização seriam suficientes para compensar os impactos que a autorização dessa prática pode ter sobre as entidades de mercado organizado atualmente existentes?

C – ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS

Como se disse acima, os mercados organizados de valores mobiliários são estruturados, mantidos e fiscalizados por Entidades Administradoras autorizadas pela CVM. Uma mesma entidade poderá administrar mais de um mercado organizado, observadas as condições previstas na minuta (art. 12).

Muito embora se parta de uma estrutura orgânica típica de sociedade anônima (cf. art. 19), a minuta é neutra quanto à forma jurídica adotada pelas Entidades Administradoras, que deverão constituir-se como associações ou como sociedades anônimas. Além disso, houve uma opção clara em favor da liberdade organizativa no atendimento dos dispositivos legais. Assim, os requisitos estabelecidos quanto à estrutura, organização e funcionamento da Entidade Administradora poderão ser cumpridos, total ou parcialmente, através de pessoas jurídicas por ela controladas, ou por sua controladora, ou, ainda, pela contratação de terceiros em alguns casos, desde que, a critério da CVM, as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas.

Na linha da regulação baseada em princípios, buscou-se deixar fora da norma as especificidades das formas jurídicas e das estruturas escolhidas pela Entidade Administradora, que serão examinadas no momento em que for submetido à CVM o pedido de autorização para funcionamento do mercado organizado. Previu-se, ainda, a possibilidade de dispensa da observância de requisitos impostos pela norma quando não forem compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou quando as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos.

As normas da minuta aplicam-se aos sócios, administradores, empregados e prepostos da Entidade Administradora, ou dos mercados que administre (organizados pela própria Entidade Administradora ou por meio de sociedades por ela controladas)

Partindo do princípio de que a Entidade Administradora não é uma pessoa jurídica comum, uma vez que tem sob sua responsabilidade o gerenciamento de um mercado onde se dá a negociação de valores mobiliários, a minuta introduz regras de intervenção em sua organização. Nas disposições da minuta, essa intervenção também buscou antever e dar tratamento aos possíveis conflitos advindos de estruturas desmutualizadas. Os principais pontos dessa intervenção regulatória são destacados abaixo.

C.1 – Governança e administração das Entidades Administradoras

Uma das maneiras frequentes de se buscar proteção adequada ao interesse público no bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários é por meio da imposição de arranjos de governança às



Entidades Administradoras¹⁸. A minuta faz uso dessa abordagem, seja no que diz respeito à estrutura orgânica proposta para as Entidades Administradoras, seja no tocante a composição e competências mínimas previstas para os seus órgãos de administração.

De acordo com a minuta, a Entidade Administradora deve contar, independentemente de sua forma jurídica de organização, com uma estrutura orgânica mínima composta por: (a) Conselho de Administração; (b) Diretor Geral; (c) Conselho de Auto-Regulação; (d) Departamento de Auto-Regulação; e (e) Diretor do Departamento de Auto-Regulação. Os três primeiros órgãos integram a estrutura administrativa da Entidade Administradora; os três últimos, que serão explicados mais adiante, sua estrutura de Auto-Regulação.

A competência do Conselho de Administração está descrita no art. 24 e segue os poderes típicos desse órgão na matriz do tipo societário da sociedade anônima, acrescido das atribuições necessárias ao bom funcionamento dos mercados geridos pela Entidade Administradora. O bom funcionamento desses mercados, considerando inclusive o cenário de desmutualização, foi o fundamento para que se fizesse do Conselho de Administração a instância decisória principal a respeito das seguintes matérias: (a) regras relativas ao funcionamento geral do mercado administrado, seus regulamentos; (b) regras de admissão à negociação, suspensão e exclusão de valores mobiliários, e respectivos emissores, quando for o caso; (c) regras relativas à admissão, suspensão e exclusão de pessoas autorizadas a operar, exceto quando se tratar de medida decorrente da imposição de penalidades pelo Conselho de Auto-Regulação (art. 49);; (d) recesso, total ou parcial, do mercado; (e) exame do relatório de prestação de contas das atividades realizadas pelo Departamento de Auto-Regulação, e deliberação quanto às providências necessárias por força de seu conteúdo, e do relatório contendo a proposta orçamentária das estruturas de auto-regulação para o exercício subsequente (art. 45); e (f) aprovação do relatório anual de controles internos de riscos operacionais (art. 75).

Adicionalmente, quando se tratar de Entidade Administradora de mercado de bolsa, a minuta prevê a obrigatoriedade de existência de um Comitê de Auditoria, ligado ao Conselho de Administração, com competência para examinar as seguintes matérias: (a) propor ao Conselho de Administração a indicação dos auditores independentes, e ratificar a escolha feita; (b) acompanhar os resultados da auditoria interna, propondo ao Conselho de Administração as ações que forem necessárias para aperfeiçoá-la; (c) analisar as demonstrações financeiras da Entidade Administradora, efetuando recomendações que entender necessárias ao Conselho de Administração; e (d) avaliar, quanto à sua efetividade e suficiência, a estrutura de controles internos das atividades da Entidade Administradora, bem como o relatório anualmente elaborado a respeito desses controles. O fato do Comitê de Auditoria ser o único obrigatório pela norma, não impede que outros sejam voluntariamente criados, nem que Entidades Administradoras de mercados que não os de bolsa optem por sua adoção.

A amplitude dos poderes conferidos ao Conselho de Administração não permite, entretanto, que lhe seja dado acesso a informações protegidas por sigilo legal ou, ainda, a informações que já não sejam públicas a respeito das operações realizadas nos ambientes de negociação do mercado gerido pela Entidade Administradora, posições de custódia, ou posições detidas nos mercados de liquidação futura e de

¹⁸ Cf. “Fair Administration and Governance of National Securities Exchanges and Registered Securities Associations”, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm>. Ver, ainda, “Regulatory Issues Arising ...”, p. 13 e ss.

empréstimo de valores mobiliários. A preocupação da minuta aqui está em proteger a informação regulatória da possibilidade de seu uso comercial¹⁹.

C.2 – Regras de composição do Conselho de Administração e conceito de independência

A minuta exige que o Conselho de Administração seja composto de uma maioria de conselheiros independentes — ou por pelo menos 25%, nas Entidades Administradoras de mercado de balcão organizado — e que não mais de um conselheiro mantenha vínculo com a mesma pessoa autorizada a operar, ou com uma mesma entidade, conglomerado ou grupo a que pertença uma mesma pessoa autorizada a operar. Não foram estabelecidas restrições na composição derivadas de percentuais de participação no capital ou patrimônio social da Entidade Administradora²⁰. A minuta se aparta do regime da Resolução 2.690/00 que, ao invés do conceito de independência, trabalha com a idéia de Conselheiros de Administração representantes de grupos de interesses, exigindo a presença obrigatória de representantes de investidores qualificados e não como institucionais e de companhias abertas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação.

A imposição de requisitos de independência aos integrantes de Conselho de Administração das Entidades Administradoras de mercado é uma regra freqüente em várias jurisdições²¹. Seu objetivo é garantir que a principal instância administrativa da Entidade Administradora inclua pessoas que não tenham compromisso com participantes ou entidades cujos interesses próprios estejam diretamente ligados à operação do mercado, bem como que mantenham uma distância mínima em relação aos interesses dos gestores do mercado, representados pela diretoria da Entidade. A independência dos Conselheiros permitiria esperar que eles avaliassem as matérias submetidas à deliberação do Conselho através de um olhar principalmente profissional, mais protegido de pressões ou de conflitos de interesses, voltado exclusivamente para assegurar os objetivos estratégicos da Entidade Administradora, que passam pelo desenvolvimento do mercado gerido por ela.

O que se define como independência varia bastante entre as jurisdições²². A proposta da minuta é de que seja considerado independente o Conselheiro que não mantenha vínculo com: (a) a Entidade Administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas, ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; (b) o administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou

¹⁹ Nos Estados Unidos, por exemplo, a SEC tem uma definição de informação regulatória, assim considerada qualquer informação obtida pela Entidade Administradora no desempenho de suas atribuições. O conceito inclui, por exemplo, as informações relativas às investigações em curso, as multas aplicadas às pessoas autorizadas a operar, informações financeiras, informações relativas aos sistemas de negociação. Exige-se, ainda, que a Entidade Administradora tenha políticas e procedimentos voltados a evitar que informações regulatórias sejam utilizadas para qualquer finalidade que não o desempenho de suas atribuições. Tais exigências se estendem também aos administradores, diretores e empregados da Entidade Administradora.

²⁰ Muito embora os Conselheiros eleitos pelos sócios detentores de mais de 10% do capital votante não sejam considerados independentes.

²¹ Cf. “Fair Administration and Governance ...” e “Regulatory Issues Arising ...”.

²² “The terms “independent directors” and “public directors” can carry significantly different meanings in different jurisdictions. More importantly, the legally-defined roles may also differ significantly. In some instances, these directors may have a responsibility for safeguarding the public and/or user interest in relation to the way in which the exchange conducts its regulatory functions. In other cases, the directors do not directly represent specific shareholding interests but nonetheless are elected by the shareholders and owe them the same fiduciary duty as the other directors. Such directors are often chosen from other stakeholder interests (e.g. listed companies) or because they have particular business or regulatory expertise.” “Regulatory Issues Arising ...” p. 13.



controlada; (c) pessoa autorizada a operar em seu mercado; e (d) sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora. A participação em órgão administrativo ou fiscal, na qualidade de membro independente, não afasta a independência do candidato ao Conselho.

Para efeitos de apurar o preenchimento do critério de independência, a minuta considera vínculo com as pessoas acima mencionadas: (a) a relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo (equiparando-se à relação atual aquela existente no prazo de até um ano antes da posse do Conselheiro); (b) a participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital total ou do capital votante; ou (c) a relação de cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau daquelas pessoas.

A CVM está especialmente interessada em receber comentários sobre a composição exigida do Conselho de Administração, bem como sobre os critérios de independência exigidos dos Conselheiros independentes. Especificamente, a CVM gostaria de respostas sobre as seguintes perguntas:

- 1) A composição exigida para o Conselho de Administração é suficiente e apropriada para fazer frente à necessidade de equilibrar o interesse público com os demais interesses da Entidade Administradora, inclusive diante das questões que surgem com a desmutualização? A proposta deveria exigir um limite diferente do da maioria?
- 2) A vedação à presença de mais de um Conselheiro ligado à mesma pessoa autorizada a operar é necessária como forma de preservar a concorrência entre as diversas pessoas autorizadas a operar em um mesmo mercado, ou perderia sentido, diante da exigência de um Conselho composto em maioria por independentes?
- 3) A minuta deveria prever algum tipo de representação proporcional de outras categorias de interesses, como hoje o faz a Resolução 2.690?
- 4) A definição proposta de independência do Conselheiro de Administração é apropriada? Que outro conceito seria preferível e por quais razões?
- 5) O conceito de vínculo para efeitos de apuração de independência está adequado, inclusive quanto ao aspecto temporal, na hipótese em que isto é aplicável? A isenção concedida aos ocupantes, na qualidade de membro independente, de órgão administrativo ou fiscal está adequada? Que outros vínculos não previstos na minuta poderiam ser propostos?
- 6) A exigência de independência deveria distinguir a situação das Entidades Administradoras constituídas como sociedades anônimas das constituídas como associações? A exigência da qualidade de sócio, como requisito para operação em mercado, deveria trazer alguma diferença no que diz respeito à composição do Conselho de Administração da Entidade Administradora?

C.3 – Restrições à participação no capital social ou patrimônio da Entidade Administradora

Além das regras relativas à estrutura orgânica das Entidades Administradoras e da composição e atribuições de seus órgãos de administração, uma outra forma de se preservar o interesse público no bom funcionamento dos mercados é por meio da imposição de regras sobre os próprios sócios das Entidades Administradoras.

Em uma entidade mutualizada, os membros da entidade mantêm ao menos algum interesse comum na preservação do mercado, embora isso seja frequentemente contraposto a um interesse — também comum — em reduzir a efetividade da atividade auto-reguladora sobre seus membros. Ademais, eles próprios estão sujeitos, na maioria das vezes, à supervisão do órgão regulador. Com a desmutualização, abre-se a possibilidade de que o controle da entidade seja transferido, ou sofra influência, de acionistas sem qualquer vínculo com o mercado regulado capaz de com ele alinhar seus interesses estratégicos, ou mesmo com interesses claramente conflitantes, e, ademais, não submetidos à supervisão estatal. Em algumas jurisdições há ainda uma preocupação com a transferência de seus mercados para controle estrangeiro.

Há três formas de lidar com as relações de propriedade em um contexto de desmutualização²³: (a) impondo requisitos de admissão específicos sobre acionistas controladores ou detentores de participações relevantes²⁴; (b) exigindo a comunicação sobre a aquisição de participação societária a partir de percentuais pré-definidos; e (c) simplesmente limitando as participações acionárias, com ou sem possibilidade de que se obtenha autorização do regulador para excedê-las. Os percentuais que disparam a obrigação de envio de informações (no caso da letra “b”) ou fixam o máximo de participação societária (no caso da letra “c”) variam muito entre os países²⁵.

A abordagem feita pela minuta conjuga as duas últimas opções e aplica-se indistintamente às estruturas mutualizadas e às desmutualizadas. A regra geral é a da necessidade de prévia autorização da CVM para a aquisição de participação superior a 20% no patrimônio ou capital social da Entidade Administradora (art. 33). Em sua análise sobre a concessão dessa autorização a CVM deve considerar, além do cumprimento dos requisitos estabelecidos na minuta em relação ao controlador de entidade administradora, principalmente, a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro, a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional, e o oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e o acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira.

Já para as pessoas autorizadas a operar, impõe-se a vedação absoluta, sem previsão de afastamento pela CVM, para aquisição de participação superior a 10% do patrimônio ou capital social (art. 34). Ao propor regras diferentes e mais restritivas nesta hipótese, a minuta reconhece que os conflitos de interesses envolvendo as pessoas autorizadas a operar nos mercados supervisionados pelas Entidades Administradoras podem ser mais danosos, e mais difíceis de disciplinar, do que os envolvendo as demais pessoas. O risco aqui seria o de que determinada pessoa que opere no mercado pudesse utilizar sua participação societária para colocar a Entidade Administradora a seu serviço, colocando barreiras à concorrência com outros intermediários e prejudicando, nessa medida, os interesses dos investidores e o interesse público no bom funcionamento do mercado. A estrutura mutualizada se caracteriza justamente por, ao menos, colocar no mesmo plano todos os participantes do mercado organizado, impondo uma barreira natural a esse tipo de problema de governança que não existiria numa companhia de outro tipo.

²³ Cf. “Regulatory Issues Arising ...”, p. 14.

²⁴ É o chamado “fit and proper requirement”, adotado pela Financial Services Authority inglesa e pela Diretiva MiFID, que passa a exigir que qualquer pessoa em condições de exercer, direta ou indiretamente, significativa influência sobre a administração de um mercado regulado deverá ser “adequada”.

²⁵ Uma compilação desses percentuais pode ser encontrada em “Regulatory Issues Arising ...”, pp. 16 e 17.

Finalmente: (a) não há limitações ao exercício do direito de voto com as participações societárias detidas, tanto no caso das participações detidas pelas pessoas autorizadas a operar, quanto nas demais; (b) a aquisição ou alienação de 5% ou mais de títulos patrimoniais ou ações da mesma espécie ou classe, de emissão de entidade administradora, está sujeita aos mesmos deveres de informação previstos para as companhias abertas no art. 12 da Instrução CVM 358/02; (c) todas as restrições à aquisição de participações societárias, tanto por pessoas autorizadas a operar, quanto pelas demais, não são aplicáveis às Entidades Administradoras de mercado de balcão organizado (art. 101).

A CVM está interessada em receber comentários a respeito desse ponto. Solicitamos especialmente a resposta às seguintes perguntas:

- 1) É necessário que a minuta preveja limites à aquisição de participações societárias, como faz, ou ao exercício do direito de voto com as participações societárias detidas? As exigências respeitantes à estrutura orgânica da Entidade Administradora e à composição de seus órgãos de administração seriam suficientes para que se abrisse mão de quaisquer limites? Que outra forma, além da imposição de percentuais, haveria de se lidar com a questão?
- 2) Caso se conferisse discricão às Entidades Administradoras para disciplinar a matéria em seus estatutos, essa liberdade deveria vir acompanhada da imposição, na minuta, de alguma exigência?
- 3) As restrições à aquisição de participação societária deveriam ser idênticas para quaisquer pessoas, inclusive as autorizadas a operar?
- 4) O limite máximo para aquisição de participações societárias por pessoas que não sejam pessoas autorizadas a operar deveria ser diferente do proposto?
- 5) A abordagem, adotada pela minuta, de vedar a aquisição de participação superior a 10% por pessoas autorizadas a operar está apropriada?
- 6) Partindo da premissa de que a fixação de percentuais é uma boa abordagem regulatória, deve a CVM reservar-se o direito de autorizar previamente a superação desses percentuais? Os critérios propostos para que essa autorização seja concedida estão adequados? Que outros poderiam ser acrescentados?

C.4 – Limitações ao objeto social (art. 13)

A norma restringe as atividades que podem constituir o objeto social da Entidade Administradora. Nesse sentido, além das atividades inerentes à sua atuação, só lhes é permitido: (a) gerir sistemas de compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, obtida a necessária autorização para tanto; (b) prestar suporte, relacionado ao seu objeto social, às pessoas autorizadas a operar; (c) exercer atividades educacionais, promocionais e editoriais relacionadas ao seu objeto social e aos mercados que administre; e (d) prestar serviços relacionados a desenvolvimento de mercado. O exercício de qualquer outra atividade depende de prévia autorização da CVM.

Além disso, com exceção das participações decorrentes de sua política de investimentos financeiros, só se permite a participação no capital de terceiros com a finalidade de melhor exercer suas atividades. Em qualquer caso, fica vedada a participação no capital de pessoas autorizadas a operar nos mercados sob responsabilidade da Entidade Administradora.

As razões para que a CVM tenha optado por impor tais limitações têm que ver com o cenário de desmutualização. Num contexto desse tipo, é possível imaginar que uma Entidade Administradora procurasse expandir sua atuação para atividades não reguladas, ou estranhas àquelas inerentes à sua autorização para funcionamento, o que poderia levá-la a assumir riscos que comprometessem sua viabilidade econômica e, conseqüentemente, o funcionamento dos mercados sob sua responsabilidade²⁶. Essas outras atividades poderiam, ainda, trazer conflitos de interesse que não houvessem sido antecipados pela regulamentação, e que por isso poderiam não estar enfrentados.

C.5 – Viabilidade econômica (art. 32)

Deixa-se expresso que a situação econômica da Entidade Administradora deve ser sempre adequada ao bom funcionamento dos mercados sob sua administração. A exigência se fez necessária considerando que, nas estruturas desmutualizadas, tende a ser maior o incentivo para incrementar o retorno financeiro aos acionistas, por exemplo, por meio da distribuição de dividendos ou da recompra de ações, em detrimento dos investimentos necessários ao funcionamento ordenado dos mercados.

Na linha da regulação baseada em princípios, a minuta não se preocupou com a imposição de requisitos que atestassem a viabilidade econômica, como seria o caso de uma exigência de capital mínimo ou de retenção mínima de lucros. Entretanto, além do comando geral de manutenção permanente da viabilidade econômica, deixou-se expresso que a CVM pode determinar a realização de aportes de capital sempre que entender que a situação econômica ou financeira da entidade não é compatível com suas funções, ou com as condições de que deve dispor para exercê-las (art. 32, parágrafo único).

C.6 – Equilíbrio entre interesses públicos e comerciais (art. 14)

Em seu art. 13, a minuta determina que a Entidade Administradora de mercado organizado deve manter equilíbrio entre o interesse público a que deve atender como entidade responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados e seus interesses comerciais. O comando pretende ser um norte para a análise de situações que coloquem em lados opostos os interesses da Entidade Administradora e o interesse mais amplo no funcionamento adequado dos mercados. Reconhecendo que a oposição de interesses é uma situação que pode ocorrer tanto nas entidades desmutualizadas quanto nas mutualizadas, a minuta não se apegou a nenhuma delas.

C.7 – Admissão de pessoas autorizadas a operar (art. 15, I e 51 e 52)

Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos da minuta, aquela que tenha permissão para atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado (art. 11). O estatuto da Entidade Administradora poderá exigir ou não qualidade de sócio como condição para operar em mercado, com o que se abre a possibilidade para a dissociação entre a propriedade de ações, cotas ou títulos patrimoniais e a licença para operar em mercados, que é o que se tem chamado de desmutualização.

Essa flexibilidade conferida pela norma considera que a condição de sócio da Entidade Administradora não é fator determinante para efeito de proteção aos investidores nos mercados organizados. Para isso, se

²⁶ Cf. “Regulatory Issues Arising ...”, p. 25

preferiu focar nas regras que tratam da admissão das pessoas autorizadas a operar e, sobretudo, das responsabilidades das Entidades Administradoras com a auto-regulação.

A minuta prevê três categorias de atuação em mercado, de forma que o conceito de pessoa autorizada a operar excede o de intermediação. A primeira é a dos intermediários que, como integrantes do sistema de distribuição devidamente registrados na CVM, podem atuar em nome próprio ou de terceiro, estando sujeitos às regras estabelecidas em normas específicas, por exemplo, sobre lavagem de dinheiro e *suitability*, entre outras. A segunda categoria é a dos operadores especiais, autorizados a operar em nome próprio ou de outro intermediário. Finalmente, prevê-se que as Entidades Administradoras possam permitir a atuação de pessoas jurídicas em nome próprio, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário, possibilidade esta autorizada apenas no âmbito dos mercados de balcão organizado.

A CVM entendeu que a previsão de acesso direto ao mercado pelas categorias descritas, aliada ao fato de que, para os mercados de bolsa, passa a ser possível o acesso por qualquer instituição integrante do sistema de distribuição, e não mais apenas para as corretoras, não traz prejuízo à integridade dos mercados e, ademais, tem a virtude de abrir caminho para o surgimento de novas formas de organizar os mercados, com potencial benefício para os investidores.

Outro aspecto dos mais relevantes no que diz respeito à admissão de pessoas autorizadas a operar é seu impacto sobre a concorrência. Um atributo intrínseco do aumento da competição — seja das bolsas entre si, seja entre elas e os demais mercados — é o de que, cada vez mais, a Entidade Administradora de um mercado encontra-se na condição de regular intermediários, participantes de seu mercado, que podem ser também seus próprios competidores. Essa situação traz consigo o risco de que medidas adotadas em nome da elevação de padrões regulatórios, como no caso dos requisitos para o acesso à negociação, possam servir como forma de restringir a competição. Por isso, considera-se que os procedimentos de admissão e permanência das pessoas autorizadas a operar são uma das matérias em que essa oposição de interesses tende a se manifestar mais claramente²⁷.

A minuta conferiu liberdade ampla na estipulação desses procedimentos, que estão entre as regras mínimas de funcionamento dos mercados geridos pelas Entidades Administradoras (art. 15, I). O limite dessa liberdade está na preservação do interesse público a que se fez referência no art. 14 e no respeito aos princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência, daí que se tenha fixado a prerrogativa da CVM de aprovar previamente as regras referidas.

Além de disciplinada nas regras de funcionamento, a autorização para operar em mercado de bolsa ou de balcão organizado depende de autorização da respectiva Entidade Administradora, sendo que, nos dois casos, o procedimento é aquele previsto nos arts. 70 e 72 (no caso do mercado de balcão organizado, por força do disposto no art. 104). O procedimento de concessão de autorização deve dispor sobre prazos e formas de manifestação de objeções ao pretendente à obtenção da autorização, devendo ser apresentada justificativa da decisão finalmente adotada.

Esta matéria foi objeto de apreciação do Colegiado da CVM²⁸, que a analisou sob a égide da Resolução 2.690/00, tendo decidido, por maioria, pela inexigibilidade de apresentação de justificativa para a decisão

²⁷ A afirmação é da IOSCO em “Regulatory Issues Arising ...”, p. 8.

²⁸ Trata-se do Processo RJ2004/6153, decidido em 31.05.2005.



tomada, diferentemente, portanto, da solução que está sendo proposta pela minuta. Por um lado, cabe reconhecer que, em um cenário de desmutualização, o valor da Entidade Administradora depende não só da percepção pública que se tenha de seus mercados, mas também da qualidade das pessoas autorizadas a neles operar, o que recomendaria uma abordagem flexível que reconhecesse o interesse privado existente nessa matéria, inclusive permitindo uma decisão baseada em fatores subjetivos e dispensando-se a apresentação de justificativas. Por outro lado, e dadas as implicações já expostas que a decisão pode ter sobre as condições de concorrência, a permissão para a subjetividade sem apresentação de justificativa — possível mesmo diante da previsão genérica de observância dos princípios da liberdade de acesso e respeito à concorrência, e ainda que se considere que na minuta a decisão final quanto à concessão ou não de autorização caberá a um Conselho de Administração composto, em sua maioria, por integrantes independentes (cf. art. 25) — pode dar causa a abusos e, mesmo, perseguições individuais que se mostrem injustificáveis.

Especificamente a esse respeito, a CVM está interessada em receber manifestações sobre os seguintes pontos:

- 1) Os requisitos para concessão de autorização para operar devem ser fixados subjetiva ou objetivamente? Que critérios seriam aplicáveis na abordagem subjetiva? Quais poderiam ser acrescidos, além dos de não discriminação no acesso e de respeito à livre concorrência? E na abordagem objetiva, quais requisitos devem ser levados em consideração?
- 2) Existem benefícios para os mercados organizados associados à permissão para que a decisão de não admitir pessoa candidata a operar seja tomada sem que sejam informadas as razões subjetivas que prevaleceram?
- 3) Os eventuais benefícios apontados seriam suficientes para superar os riscos de que tal decisão não motivada possa representar a defesa de interesses que não se alinhem com a preservação do interesse público?
- 4) Como coibir abusos e perseguições se a decisão de recusar a admissão de determinada pessoa candidata a operar puder se dar sem a explicitação de justificativa, mesmo que tenham sido atendidos os requisitos objetivos estabelecidos pelas regras da entidade?
- 5) Deveria haver alguma diferenciação no trato da matéria nas estruturas desmutualizadas e naquelas organizadas sob forma associativa?
- 6) A CVM deve exigir a apresentação de justificativa para denegação de autorização ou a matéria deve ser deixada a critério dos estatutos de cada entidade?

D – AUTO-REGULAÇÃO DOS MERCADOS ORGANIZADOS

D.1. – Segregação entre administração e auto-regulação

A separação entre as áreas administrativas, em contato constante com as pressões — seja dos interesses comerciais de uma Entidade Administradora desmutualizada ou dos membros supervisionados, nas associações — e as áreas de auto-regulação, encarregadas da fiscalização dos mercados constituídos pela Entidade Administradora, foi um dos objetivos buscados pela minuta. Cabe notar que essa segregação é unidirecional, ou seja, busca evitar a intervenção da administração na auto-regulação. Sob a ótica da auto-regulação a idéia é justamente oposta a esta, não devendo haver qualquer tipo de segregação ou de dificuldade de obtenção de informações detidas pelos órgãos de administração. Assim, deve-se assegurar ao Departamento de Auto-Regulação acesso amplo a registros e outros documentos relacionados às atividades

operacionais dos mercados que lhe incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados, respeitadas ainda as disposições constantes da minuta (art. 37, III).

Buscou-se construir uma estrutura orgânica que preservasse as funções de auto-regulação e fiscalização das pressões do cotidiano das Entidades Administradoras, provenham elas dos próprios sócios, no caso das estruturas mutualizadas, ou, no caso das estruturas desmutualizadas, dos interesses comerciais de curto prazo dos acionistas e administradores. A norma procura deixar esta idéia clara listando as atribuições inseridas na competência de cada órgão e explicitando que as atividades de auto-regulação competem exclusivamente aos órgãos de auto-regulação, vedada a atribuição de funções de fiscalização e de supervisão ao Conselho de Administração e ao Diretor-Geral, exceto nas hipóteses a seguir descritas (§2º, art. 19).

D.1.1. Aprovação, pelo Conselho de Administração, do orçamento anual do Departamento de Auto-Regulação e do Conselho de Auto-Regulação, bem como o programa de trabalho a ele correspondente (arts.19, §4º e 24, VIII).

A concessão dessa competência ao Conselho de Administração teve por objetivo evitar o risco de que a independência e autonomia da auto-regulação levassem ao seu completo isolamento, sem a existência de um mecanismo de última instância para controle de danos. A minuta reflete o entendimento de que a separação da administração e da auto-regulação deve ser buscada com temperamentos, para evitar que a independência das estruturas de auto-regulação leve à sua dissociação dos objetivos estratégicos da entidade administradora, comprometendo, no limite, o funcionamento eficiente do mercado, que é o objetivo maior a preservar. É necessário reconhecer, por um lado, que o Conselho de Administração, em que pesem as pressões comerciais às quais está sujeito, tem interesse no funcionamento equilibrado e eficiente da auto-regulação, na medida em que ele impacta positivamente o valor do negócio. Por outro lado, só o poder de aprovação do orçamento não parece representar uma ingerência excessiva da administração sobre a auto-regulação, considerando que não se está afastando o princípio maior de que o Departamento e o Conselho de Auto-Regulação sejam funcionais e financeiramente independentes (art. 37) e a obrigação, que pesa sobre os administradores da Entidade, de garantir recursos humanos e financeiros suficientes para a boa execução da supervisão e fiscalização (art. 12, IV). Ademais, a CVM também receberá o orçamento e o plano anual de trabalho da auto-regulação, além de ser informada sobre qualquer alteração na estrutura de pessoal do Departamento, permitindo o acompanhamento, na prática, da atuação do Conselho de Administração.

D.1.2. Eleição, pelo Conselho de Administração, do Diretor do Departamento de Auto-Regulação, eleição que deve se dar dentre os membros independentes do Conselho de Auto-Regulação.

Essa atribuição do Conselho de Administração decorre do fato de que, na sociedade anônima, cujo tipo societário foi tomado pela minuta como matriz para estabelecimento das competências da



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Entidade Administradora²⁹, é do Conselho de Administração a competência para eleger integrantes da Diretoria (cf. art. 142, II, da Lei 6.404/76). O Diretor do Departamento de Auto-Regulação tem *status* de membro da Diretoria e, portanto, sua eleição não poderia se dar, diretamente, pela Assembléia Geral³⁰.

D.1.3. Competências do Diretor-Geral, previstas nos incisos II a VII do art. 28 e no art. 64.

Manteve-se aqui, sob autoridade do Diretor Geral, um conjunto de medidas de fiscalização e supervisão que precisam ser tomadas quase que instantaneamente, como resultado do acompanhamento de mercado em tempo real (“*stock watch*”), tais como: a suspensão ou exclusão de valores mobiliários da negociação; o cancelamento de negócios ou a suspensão de sua liquidação quando se estiver diante de situações que possam configurar violação às normas legais; a suspensão provisória das atividades de pessoa autorizada a operar, nas hipóteses previstas na minuta; impedir a realização de certas operações em seus ambientes de negociação quando existirem indícios de que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares; etc.

Reconhece-se aqui que o tipo de fiscalização deixado a cargo das estruturas de auto-regulação das Entidades Administradoras não terá a agilidade necessária para a adoção de medidas urgentes, que precisem ser imediatamente tomadas diante de situações de evidente violação às normas legais. Nesses casos, admite-se a adoção de medidas disciplinares, que prescindam, no primeiro momento, do procedimento investigativo e disciplinar normais instituídos pelos órgãos da auto-regulação. Estes órgãos, entretanto, devem ser informados pelo Diretor Geral das medidas disciplinares que este vier a adotar, bem como de qualquer fato de que este venha a ter conhecimento e que possa constituir infração às normas legais (art. 28, VI).

D.1.4. Participação de administradores da Entidade Administradora no Conselho de Auto-Regulação (§3º, art. 19).

Não há restrições a essa participação, desde que no mínimo 2/3 (dois terços) dos integrantes do Conselho de Auto-Regulação sejam independentes (art. 47). De acordo com o conceito de independência da minuta, já visto mais atrás, os administradores da Entidade não são considerados independentes (art. 26, II). Os benefícios potenciais por conta da presença de administradores do mercado organizado neste Conselho podem vir da sua experiência e proximidade com o cotidiano das operações no mercado, o que pode contribuir para a qualidade das decisões sobre penalidades em processos disciplinares, ajudando a preservar essa que é uma das grandes vantagens da auto-regulação.

D.2. – Estrutura da Auto-Regulação(arts. 36 e ss.)

²⁹ Isto não impede, insista-se, que a forma jurídica associativa seja escolhida para organização de uma Entidade Administradora, como reconhece o **caput** do art. 9º. Adicionalmente, o art. 114 ainda deixa claro que, “na análise dos pedidos de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, a CVM deve privilegiar o atendimento substancial das normas desta Instrução, sempre que as finalidades de tais normas puderem ser alcançadas por meios alternativos, e substancialmente menos onerosos, que os aqui estabelecidos.”

³⁰ Por essa razão os arts. 36 e ss. da minuta propõem uma forma de blindagem do Diretor de Auto-Regulação, bem como dos integrantes do Departamento de Auto-Regulação e do Conselho de Auto-Regulação.

A estrutura de Auto-Regulação da Entidade Administradora é composta por três órgãos — Departamento de Auto-Regulação, Diretor do Departamento de Auto-Regulação, que também tem *status* de órgão, e Conselho de Auto-Regulação — que, em conjunto, são encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, e da própria Entidade Administradora (art. 36). Esses três órgãos são responsáveis por monitorar o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, e impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhes incumba fiscalizar (art. 36, §2º).

A minuta não exige, nem proíbe, que as funções de auto-regulação sejam desempenhadas internamente à Entidade Administradora, permitindo-lhe que constitua associação, sociedade controlada ou submetida a controle comum, sociedade de propósito específico, ou, ainda, que contrate terceiro independente para isso (art. 36, §§ 3º e 4º). Quanto a este ponto, a abordagem da minuta está voltada ao resultado que se pretende atingir — que é a existência de uma estrutura de auto-regulação que substancialmente observe, em todos os seus aspectos, o que se exige do Departamento e do Conselho de Auto-Regulação — sendo indiferente a forma e a estrutura organizadas com essa finalidade.

O Departamento de Auto-Regulação é o primeiro defensor da regularidade das operações cursadas em mercados organizados e das pessoas ali autorizadas a operar (ressalvadas as funções de “*stock-watch*” do Diretor Geral). Ele atua como um órgão de investigação e acusação, devendo estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para fiscalizar a observância de suas regras e normas de conduta, bem como da regulamentação vigente, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado (art. 42). O Departamento de Auto-Regulação se reporta diretamente ao Conselho de Auto-Regulação e ao Conselho de Administração, neste último caso apenas para prestação de contas sobre suas atividades no cumprimento do programa anual de trabalho, e na análise da proposta do orçamento anual (art. 43, §3º).

Ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação cabe a condução dos trabalhos do Departamento de Auto-Regulação (art. 38). O Diretor de Auto-Regulação é eleito pelo Conselho de Administração dentre os membros independentes do Conselho de Auto-Regulação (art. 38, §3º). Ele é, ainda, membro nato do Conselho de Auto-Regulação (art. 38, §1º). Com exceção dele, não podem fazer parte do Departamento de Auto-Regulação os integrantes do Conselho de Administração ou da Diretoria da Entidade Administradora, nem seus empregados ou prepostos (art. 38, §2º).

O Conselho de Auto-Regulação supervisiona as atividades do Departamento de Auto-Regulação e julga os processos por ele instaurados, instruídos e conduzidos (art. 46). Dessa maneira, o Conselho é a instância hierarquicamente superior ao Departamento de Auto-Regulação, cabendo-lhe o julgamento dos processos e a aplicação das penalidades previstas em regulamento (art. 49).

As decisões do Conselho de Auto-Regulação não são recorríveis à CVM (por força do art. 49, §3º), nem ao Conselho de Administração da Entidade (por força das regras de segregação do art. 19, §2º e dos princípios de autonomia funcional e financeira do art. 37, I). Em que pese a impossibilidade de recurso à CVM, a minuta propõe um mecanismo de aproveitamento das penalidades aplicadas pelo Conselho de Auto-Regulação. Em primeiro lugar, permite-se que o investigado possa requerer que a pena que lhe tenha sido imposta seja submetida à CVM como base para celebração de termo de compromisso de que trata o §5º do



art. 11 da Lei 6.385/76 (art. 49, §4º). Adicionalmente, faculta-se à CVM, no julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, reduzir as penalidades que venha a aplicar daquelas que tenham sido impostas pelo Conselho de Auto-Regulação (art. 49, §5º). Por fim, nos processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados perante o Conselho de Auto-Regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385/76 deve ser calculada somando-se a pena imposta pelo Conselho de Auto-Regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza (art. 49, §6º). Todos os recursos arrecadados com multas e termos de compromisso celebrados pelo Conselho de Auto-Regulação devem ser revertidos para as atividades previstas no capítulo da Auto-Regulação (art. 49, §2º).

A CVM está especialmente interessada em receber comentários sobre essa divisão de atribuições consagrada na minuta. Particularmente, gostaríamos de ouvir a opinião do mercado a respeito das seguintes perguntas:

- 1) As regras de governança propostas pela minuta promovem o equilíbrio adequado entre os interesses comerciais e os de auto-regulação? Existem disposições que sejam desnecessárias, ou outras que devam ser acrescidas? Haveria aspectos da minuta que seriam difíceis de se implementar e, sendo o caso, quais seriam essas dificuldades e as alternativas?
- 2) As exigências relativas à separação entre as funções regulatórias daquelas da operação do mercado e do funcionamento da Entidade Administradora estão corretas? Que outras medidas poderiam ser implementadas para se mitigar os conflitos de interesse entre as atribuições comerciais ou os interesses dos membros da Entidade Administradora e suas funções de fiscalização e supervisão?
- 3) Que outros requisitos, além dos da independência e autonomia, devem ser previstos para a estrutura de auto-regulação?

D.3. – Auto-listagem (art. 58)

O art. 58 da minuta contempla a hipótese de auto-listagem, isto é, de que os valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora sejam admitidos à negociação no próprio mercado por ela gerido. A hipótese desse dispositivo, bastante provável em um cenário de desmutualização³¹, é vista com desconfiança na literatura especializada, que põe em dúvida a capacidade da Entidade Administradora de funcionar adequadamente como reguladora de si própria.

A maior parte das jurisdições pretendeu tratar dos conflitos de interesse que surgem na auto-listagem com a imposição de arranjos especiais de supervisão, incidentes durante o processo de listagem das ações, na fiscalização dos deveres de prestação periódica de informação e no monitoramento dos negócios com valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora³². Esses arranjos vão desde o afastamento completo da autoridade da bolsa, concentrando-se os poderes de fiscalização inteiramente no órgão regulador, passando pela exigência de um comitê especial na Entidade Administradora, voltado a monitorar a ocorrência de eventuais conflitos e cujas recomendações são enviadas ao órgão regulador, e chegando até mesmo à

³¹ “Most of the exchanges that have restructured have, either immediately or within a relatively short time, sought a listing for their shares. In almost every case, the listing has been sought on the exchange's own market.”, in “Regulatory Issues Arising...”, p. 10.

³² Cf. “Stock Exchange at the Crossroads”, Andreas M. Flecker, pp. 63 e ss, disponível para consulta em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=836464.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

determinação de que se proceda a uma segunda listagem, fora do mercado gerido pela Entidade Administradora. Não há, aqui, um modelo predominante.

A abordagem da minuta foi a de concentrar no Departamento de Auto-Regulação a responsabilidade pela condução do processo de listagem dos valores mobiliários de emissão da Entidade, cabendo-lhe atestar e monitorar continuamente a observância dos requisitos previstos nas regras gerais que estabelecer para os demais emissores. O Departamento de Auto-Regulação deve também fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedando-se a fiscalização por amostragem. Finalmente, qualquer irregularidade na admissão dos valores mobiliários da Entidade Administradora, no atendimento às condições para a manutenção do registro desses valores ou nas operações com eles realizadas, deverá ser comunicada à CVM imediatamente.

E – MERCADOS DE BOLSA

O art. 65 da minuta considera como mercados de bolsa aqueles que operam sob duas modalidades: (a) como sistemas centralizados e multilaterais de negociação, possibilitando o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; (b) permitindo a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda. A Instrução considera quaisquer dessas duas modalidades como características de mercados de bolsa (embora não se trata de características privativas, como se verá mais adiante no exame dos mercados de balcão organizado) e admite os dois tipos, inclusive no mesmo mercado.

Ambas as modalidades oferecem formação competitiva de preço, embora por mecanismos diferentes. No primeiro caso, o preço é formado em sistema centralizado e multilateral, em que todas as ofertas relativas ao mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema. A formação de preços no sistema de negociação centralizado e multilateral deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação (art. 73, parágrafo único).

Na segunda modalidade, a formação de preços se dá a partir da atuação de um intermediário que atua como provedor de liquidez ou formador de mercado, pela obrigação de manter ofertas firmes de compra e de venda de um determinado papel. Essa modalidade de funcionamento de mercado de bolsa exige que: (a) a atuação desse intermediário seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; (b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo intermediário, os chamados “*spreads*”; e (c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio.

A minuta exige que sejam tornadas públicas, de forma contínua ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, admitindo-se, no máximo, 15 (quinze) minutos de atraso (art. 76). A exigência de divulgação contínua e imediata é um dos aspectos constitutivos dos mercados de bolsa (art. 5º, V), pois é o que permite aos participantes avaliar o

mercado como um todo em determinado momento, aspecto importante quando a regra é a formação competitiva de preços.

Finalmente, a minuta também exige que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de pessoa autorizada a operar, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa e aos serviços de custódia (art. 77).

As hipóteses em que o mecanismo de ressarcimento pode ser acionado estão previstas no art. 77 e sua utilização é privativa para operações envolvendo valores mobiliários. Segundo a minuta, qualquer investidor pode fazer uso do mecanismo de ressarcimento, independentemente de seu grau de qualificação. O mecanismo de ressarcimento pode ser mantido pela própria Entidade Administradora, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim.

Atualmente, o art. 40 da Resolução 2.690 já obriga as bolsas a constituírem um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, mas sob a forma específica de um fundo em dinheiro (o “Fundo de Garantia”), cujo patrimônio é formado preponderantemente por contribuições dos sócios da bolsa (art. 50 da Resolução 2.690/00). A disciplina proposta pela minuta para o mecanismo de ressarcimento a ser constituído pelas bolsas aparta-se da do Fundo de Garantia em diversos pontos.

Em primeiro lugar, não se exige que o veículo do mecanismo de ressarcimento seja um fundo em dinheiro, admitindo-se, por exemplo, a contratação de seguro. Em qualquer caso, a bolsa deve baixar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, sendo que a minuta relaciona os pontos mínimos dessa disciplina.

O prazo para o investidor pleitear o ressarcimento de seu prejuízo passa a ser de 18 meses contados da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido (art. 80). Atualmente, pelo art. 41, §1º, da Resolução 2.690/00, esse prazo é de seis meses, também contados da ocorrência da ação ou omissão que tenha dado causa ao prejuízo. Entretanto, o §2º do art. 41 da Resolução prevê que, quando o comitente não tiver tido, comprovadamente, possibilidade de acesso a elementos que lhe permitam tomar ciência do prejuízo havido, esse prazo será contado da data do conhecimento do fato. Este dispositivo não está reproduzido na minuta, de forma que o prazo de 18 meses nela estipulado correrá, independentemente da ciência do interessado, a partir da ocorrência do evento que motive o pedido de ressarcimento.

O valor máximo proporcionado pelos recursos do mecanismo de ressarcimento será de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) por investidor reclamante, em cada ocorrência de evento passível de gerar reclamação, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores (art. 80, parágrafo único). O limite de sessenta mil reais é também o adotado pela Resolução 3.400/06, do CMN para o Fundo Garantidor de Crédito de que trata a Resolução 3.251/04, também do CMN. Já a Resolução 2.690/00 não prevê qualquer limite máximo de ressarcimento, de forma que as perdas com eventos passíveis de gerar reclamação ao fundo são, atualmente, integralmente indenizadas.

As alterações descritas, destacadamente a fixação de um prazo máximo para o pedido de ressarcimento (18 meses) e a limitação do valor máximo devido (R\$ 60 mil), mas também a flexibilização na forma de organização admitida para o mecanismo de indenização de prejuízos, pretenderam torná-lo mais sustentável e apto a atender às necessidades do crescente número de investidores atraídos pelo mercado de capitais. Isso

porque a fixação de limites mais claros pode permitir a obtenção dos recursos destinados à sua manutenção de outras formas, além da que até hoje tem sido utilizada, além de viabilizar o ressarcimento de um número maior de pequenos investidores com o mesmo montante total de recursos.

A CVM gostaria de receber manifestações a respeito das mudanças propostas ao funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos. Especialmente, esperamos respostas às seguintes perguntas:

- 1) Está adequada a proposta de fixação de prazos e limites máximos para apresentação de reclamação ao mecanismo de ressarcimento? Tais prazos e limites deveriam ser diferentes dos propostos?
- 2) No que diz respeito aos prazos, está correto o alargamento de seis para dezoito meses do prazo para apresentação da reclamação, em contrapartida à supressão da exigência de ciência do interessado?
- 3) Deveria haver algum tipo de restrição de acesso ao mecanismo de ressarcimento que levasse em conta o grau de qualificação ou de entendimento financeiro do investidor, ou mesmo o mercado em que se deu a ocorrência que originou o pedido de ressarcimento?

F – MERCADOS DE BALCÃO ORGANIZADO

O art. 91 da minuta prevê que a classificação como mercado de balcão organizado admitirá uma ou mais das seguintes características: (a) funcionamento regular como sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibilitem o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; (b) permissão para a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; e (c) mercados que se destinem apenas ao registro de operações previamente realizadas. Estas características refletem prerrogativas que são reservadas apenas a esta forma de mercado, o de balcão organizado, tais como (i) o formador de mercado totalmente preservado de interferência, nos negócios em que for contraparte, e (ii) o registro de operações, também não sujeito a interferência ou a crítica de preços.

Como se vê da classificação proposta, a formação competitiva de preços não é atributo essencial dos mercados de balcão organizado. No caso das operações inscritas em sistemas de registro, elas são tratadas como operações de mercado organizado de valores mobiliários, ainda que se trate de negócios essencialmente bilaterais, moldados às necessidades das contrapartes e que são apenas registrados em mercado. O que de mais específico se exige no tocante aos preços praticados nos mercados de registro é que existam sistemas, ou que se adote procedimentos, que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, permitindo-se (mas não impondo-se) a existência de regras que autorizem a recusa de registro de negócios discrepantes (art. 99).

Os mercados de balcão podem ainda se organizar como mercados de “*dealers*”, isto é, como sistemas nos quais se permite a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda. Esta regra da minuta reconhece que, para ativos de menor liquidez, ou mesmo para a execução de certas estratégias no mercado, pode ser no melhor interesse dos investidores abrir mão de uma formação de preços beneficiada pela ampla exposição e interferência do mercado, para dispor de um fornecedor de liquidez, o chamado “*market maker*”, que comprometa capital próprio para garantir essa atividade.

Essa diversidade e flexibilidade são características típicas dos mercados de balcão organizado.

Finalmente, os mercados de balcão organizado podem também funcionar à maneira dos mercados de bolsa, utilizando-se de sistemas centralizados e multilaterais de negociação que possibilitem o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários. Nestes casos, os preços se formam com ampla crítica, por meio da interação de ofertas em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada ainda a ordem cronológica de entrada das ofertas.

As prerrogativas e descontos regulatórios que podem ser conferidos aos mercados de balcão vis-à-vis os mercados de bolsa, é mais um grande tema da disciplina dos mercados organizados de valores mobiliários.

No que diz respeito às prerrogativas, além do que já se falou quanto à formação de preços, a abordagem proposta pela minuta reserva aos mercados de balcão, independentemente do modelo que escolham para sua organização, três possibilidades não admitidas às bolsas: (a) a dispensa de participação direta de intermediários (art. 92); (b) a divulgação diferida ou agrupada das informações sobre os negócios realizados em seus sistemas (art. 105)³³; e (c) a inexistência do mecanismo de ressarcimento de prejuízos de que tratam os arts. 77 e seguintes (art. 108).

Já no tocante aos descontos regulatórios, a minuta afasta a aplicação, aos mercados de balcão organizado, das limitações à aquisição de participação no patrimônio ou capital social de que tratam os arts. 33 e 34; e da obrigatoriedade de existência do Comitê de Auditoria de que trata o art. 27. Além disso, reduz para 25% a participação mínima exigida de integrantes independentes do Conselho de Administração.

Adicionalmente, a minuta abre espaço para um tratamento menos rígido dos mercados de balcão organizado, permitindo que as exigências regulatórias sejam adaptadas, ou mesmo dispensadas, a partir da análise da situação concreta do mercado de balcão organizado. Esse tratamento mais flexível fica expresso em pelo menos duas passagens: (a) na autorização para funcionamento do mercado de balcão organizado (art. 100, parágrafo único, II); e (b) nas disposições relativas à estrutura de auto-regulação da Entidade Administradora, que não precisa ser exatamente aquela prevista nos arts. 36 e ss, desde que preservados os princípios da independência e da autonomia dos órgãos de auto-regulação (arts. 106 e 107). Em ambos os casos, a análise quanto às dispensas ou pedidos de tratamento alternativo será feita pela CVM pela ponderação, entre outros, dos seguintes fatores: (a) exigüidade da estrutura da entidade administradora; (b) número de pessoas autorizadas a operar; (c) número e natureza dos investidores que tenham acesso ao mercado de balcão organizado; (d) volume de negócios; e (e) porte e relevância do mercado (cf. art. 100, parágrafo único). Recorde-se aqui, entretanto, a regra do art. 6º que permite à CVM, em razão das características concretas do mercado, determinar a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa, a alteração de procedimentos ou normas de funcionamento de mercado de balcão organizado, ou a

³³ A divulgação diferida ou agrupada das informações depende de prévia autorização da CVM que considerará: (a) o modelo de mercado de balcão organizado; (b) o grau de padronização do ativo ou contrato negociado; (c) o fato de tratar-se ou não de segmento de mercado para grandes lotes; e (d) o tipo de investidor que tenha acesso ao segmento ou ao mercado. Não serão admitidas, porém, políticas de divulgação que terminem por retirar a própria eficácia da regra que determina a prestação de informações. Além disso, quando se tratar de mercado de registro, a política de divulgação de que trata o § 1º poderá dispor sobre formas e conteúdos alternativos de divulgação de operações que, a juízo da CVM, produzam efeito semelhante aos referidos no artigo 105 (cf. §3º do art. 105).

alteração das dispensas ou autorizações especiais que tenham sido conferidas, levando em conta para isso os mesmos fatores citados há pouco.

G – OPERAÇÕES EM MERCADOS ORGANIZADOS

A minuta permite que quaisquer valores mobiliários sejam negociáveis em bolsa ou em mercado de balcão organizado, além de não limitar a modalidade em que esses valores podem vir a ser negociados. A admissão à negociação, qualquer que seja sua modalidade, depende apenas de decisão da respectiva Entidade Administradora e deve ser autorizada pela CVM (art. 57). Nesse ponto, o regime proposto é diferente do que dispõe, atualmente, o art. 10, parágrafo único, da Instrução 243/96, que determina que a negociação em mercado de balcão em qualquer modalidade, que não o mercado à vista, fica sujeita à prévia autorização da CVM.

De acordo com a minuta, admite-se a “dupla-listagem” (assim entendida como a admissão simultânea à negociação em bolsa e mercado de balcão organizado de um mesmo valor mobiliário emitido por um mesmo emissor) de valores mobiliários, com exceção de ações. A condição para que se obtenha a listagem em mercado organizado distinto daquele em que o emissor tenha seus valores mobiliários negociados, é a autorização da respectiva Entidade Administradora (cf. art. 57, §3º). Nesse ponto, a proposta da minuta repete o regime atual da Instrução 344, de 17 de agosto de 2000, que também exclui as ações dos valores mobiliários elegíveis à dupla-listagem.

Se, por um lado, a dupla listagem traz benefícios inegáveis sob a perspectiva de incentivo à competição; por outro lado, gera desafios à fiscalização dos múltiplos mercados em que se der a negociação dos valores mobiliários, notadamente no que se refere aos preços praticados em tais negociações. Reconhecendo a existência desses desafios e que a forma de enfrentá-los deve ser diferente conforme se trate de ações ou de outros valores mobiliários, tanto o Regulation NMS quanto a Diretiva MFID restringem seu âmbito de aplicação, em diversas passagens, às ações. Quando se trata de valores mobiliários que não sejam ações, as preocupações com o preço costumam ser tratadas por meio da exigência de divulgação de informações pré-negócio (as ofertas existentes) e pós-negócio (preços e quantidades negociadas), somada à imposição, sobre o intermediário, do chamado “dever de melhor execução”

H – TELAS DE NEGOCIAÇÃO

O art. 67 da minuta prevê a possibilidade de instalação, no Brasil, em instituições integrantes do sistema de distribuição, de telas de acesso aos sistemas de negociação de bolsas estrangeiras. A instalação de tela de negociação de bolsa estrangeira representa uma forma de acesso remoto de investidores locais, através de um intermediário local, a operações com valores mobiliários negociados na bolsa em questão.

A decisão acerca da autorização para o acesso remoto a bolsa estrangeira, bem como da forma de fazê-lo, envolve a identificação de um ponto de equilíbrio entre a proteção aos investidores locais, de um lado, e, do outro, o estímulo à competição entre bolsas como mecanismo de redução de custos e ganhos de eficiência. Os emissores dos valores mobiliários que serão oferecidos aos investidores locais por meio do acesso remoto à bolsa estrangeira estão fora do país, portanto fora da jurisdição da CVM, e não necessariamente cumprem os mesmos padrões de divulgação de informações (“*disclosure*”) exigidos pelas normas brasileiras. Adicionalmente, a própria bolsa estrangeira, a cujo sistema de negociação o acesso é oferecido pelas telas, estará igualmente excluída da jurisdição do regulador local, a menos que seja registrada como bolsa nos

termos da regulamentação aplicável às Entidades Administradoras de mercado doméstico de bolsa, como, por exemplo, exige a legislação norte-americana³⁴.

A minuta pretendeu encontrar esse equilíbrio por meio da imposição de critérios objetivos e subjetivos incidentes quando do pedido de instalação das telas de negociação. Os critérios objetivos estão voltados a solucionar os problemas que decorrem da ausência de jurisdição da CVM sobre a bolsa de estrangeira. Os subjetivos pretendem dar tratamento isonômico entre as informações prestadas pelos emissores estrangeiros em seus países de origem e aquelas exigidas pelas regras locais.

No que toca aos critérios objetivos, determina-se que, para ser autorizado a instalar telas de acesso no Brasil, o pretendente à autorização deve (art. 67, inc. I, II e III): (a) ser reconhecido como bolsa, e estar devidamente autorizado a operar como tal, em seu país de origem; (b) estar sujeito à supervisão da autoridade reguladora de mercado de capitais de seu país de origem, com a qual a CVM mantenha convênio ou acordo de cooperação internacional ou que seja signatária do Memorando Multilateral de Entendimentos da Organização Internacional de Comissões de Valores – OICV/IOSCO; e (c) provar que os requisitos exigidos para autorização e funcionamento de bolsas em seu país de origem sejam, no mínimo, substancialmente equivalentes aos previstos nesta Instrução.

Já os critérios subjetivos, assim chamados porque dependem de avaliação discricionária da CVM, dizem respeito à suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na bolsa estrangeira, bem como de seus emissores, que deverão estar disponíveis na página do pretendente à autorização ou de terceiro, desde que de forma centralizada, na rede mundial de computadores (art. 69). Essa avaliação da CVM deverá considerar (art. 69, §1º), entre outras características julgadas relevantes: (a) se se trata de um contrato derivativo cujo ativo subjacente possua características homogêneas, produzido e cotado em escala internacional (como no caso das “*commodities*”); e (b) o padrão contábil em que são elaboradas as demonstrações financeiras dos emissores dos ativos negociados.

Além disso, a minuta exige que a bolsa estrangeira autorizada a instalar suas telas de acesso preste à CVM as informações mínimas previstas no art. 68.

A autorização para instalação da tela de negociação implicará dispensa de registro dos emissores e dos valores mobiliários nela negociados (art. 69, §2º). A dispensa de registro do emissor tem base no art. 21, §6º, I, da Lei 6.385/76 e já foi conferida antes pela CVM, quando da apreciação do projeto piloto de integração entre a Bovespa e a Bolsa Mexicana de Valores (Processo nº RJ 2005/3947, decidido em 13.06.2006), quando então se dispensou o registro de treze companhias previamente relacionadas³⁵. Já o registro dos valores mobiliários negociados tem fundamento no art. 19, §5º, da Lei 6.385/76 e, como destaca o Parecer de

³⁴ Uma análise dos problemas em se alcançar esse equilíbrio e das propostas que tem sido adotadas por algumas jurisdições para superá-los pode ser encontrada em “Foreign Trading Screens In The United States”, Howell E. Jackson, Andreas M. Fleckner e Mark Gurevich, 2006, disponível para consulta em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=921435. Ver, ainda, “A Blueprint for

Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework”, Ethiopis Tafara e Robert J. Peterson, 2007, disponível para consulta em [●].

³⁵ Uma preocupação possível na utilização dessa prerrogativa de dispensa de registro seria quanto à eventual surgimento de arbitragens com as disposições normativas exigidas para a constituição de BDR nível II (Instrução 332/00, art. 3º, §1º, II). A CVM acredita, entretanto, que os programas de BDR trazem às companhias benefícios, notadamente de visibilidade, não disponíveis ao acesso via telas de negociação.

Orientação 33/05, ainda não foi editada pela CVM norma que, de forma genérica, dispensasse o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por emissores constituídos em outras jurisdições. Nesse ponto, a minuta pode ser considerada norma genérica, ao menos para os emissores cujos valores mobiliários forem negociados em bolsas que desejem instalar telas no Brasil, de acordo com a minuta.

Adicionalmente, as negociações com valores mobiliários por meio das telas são restritas a investidores qualificados enumerados no art. 67, §1º da minuta. Essa relação dos investidores considerados qualificados reproduz, em grande parte, a constante do art. 109 da Instrução 409/04, exceto no tocante ao valor mínimo de R\$ 300.000,00 dos investimentos financeiros detidos por pessoas físicas ou jurídicas, que a minuta propõe elevar para R\$ 1.000.000,00 (cf. inc. III, §1º, do art. 67).

Por um lado, a fixação de um montante financeiro mínimo diferente daquele, já tradicional, existente na Instrução 409/04, penaliza o esforço de harmonização de regras que a CVM tem feito ao longo dos anos, além de dificultar, em alguma medida, o entendimento do arcabouço regulatório vigente pelo investidor. Adicionalmente, cabe notar que a atual regulamentação cambial não prevê qualquer restrição ao investimento no exterior, de forma que mesmo investidores não qualificados já podem investir em valores mobiliários de emissores localizados em outras jurisdições, desde que abram conta em intermediários lá autorizados a operar. Por outro lado, o montante de R\$ 300.000,00 já existe há algum tempo e pode estar desatualizado, seja em razão da inflação verificada no período, seja em razão do enriquecimento de parcela da população, sem que tais mudanças tenham sido acompanhadas de progresso no nível de entendimento e educação financeira do investidor. Para fazer frente a essa preocupação, uma alternativa seria manter o requisito dos R\$ 300.000,00, mas acentuando-se os deveres de verificar a adequação (“*suitability*”) dos intermediários em que forem instaladas as telas de acesso.

A CVM está especialmente interessada em receber comentários a respeito dessa possibilidade de autorização para funcionamento de telas de negociação de bolsa estrangeira. Gostaríamos, em particular, de respostas às seguintes perguntas:

- 1) É conveniente a possibilidade prevista na minuta, de se permitir a instalação de telas de negociação de bolsa estrangeira no Brasil, ponderando-se de um lado a facilitação do acesso a novos mercados para os investidores brasileiros com, de outro, o risco que uma eventual concorrência muito acentuada pode oferecer para a viabilidade econômica dos mercados organizados já existentes?
- 2) Os critérios objetivos e subjetivos apresentados na minuta estão adequados, como forma de se equilibrar os problemas decorrentes da falta de competência da CVM e da eventual deficiência entre as informações prestadas em seu país de origem pelos emissores estrangeiros e as exigidas pela CVM dos emissores brasileiros? Que critérios diferentes dos propostos poderiam ser exigidos?
- 3) Está correta a restrição de acesso às bolsas estrangeiras apenas a investidores qualificados?
- 4) Seria preferível que o público investidor residente no Brasil, ao qual se destinassem as telas de acesso, fosse acrescido aos demais critérios subjetivos deixados à discricção da CVM no momento da concessão da autorização?
- 5) Está correto elevar de R\$ 300.000,00 para R\$ 1.000.000,00 o montante financeiro mínimo exigido para que pessoas físicas e jurídicas sejam consideradas como investidores



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

qualificados? Seria preferível manter o montante de R\$ 300.000,00, desde que se acentuassem os deveres de *suitability* do intermediário no qual será instalada a tela de acesso?

III – PRAZO PARA APRESENTAÇÃO DE COMENTÁRIOS

As sugestões e comentários sobre a minuta proposta e para apresentação de respostas às perguntas acima formuladas deverão ser encaminhados, por escrito, até o dia 30 de julho de 2007, através do e-mail: audpublica0607@cvm.gov.br, ou, diretamente, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, na Rua Sete de Setembro, 111/23º andar - Centro - Rio de Janeiro - CEP 20050-901.

A minuta de Instrução está à disposição dos interessados no site da CVM (www.cvm.gov.br), podendo ser também obtida nos seguintes endereços:

- SEDE - Centro de Informações - Rua Sete de Setembro, 111/5o andar - Centro - Rio de Janeiro - RJ.
- SRS - Superintendência Regional de São Paulo - GRS - Gerência de Administração - Rua Cincinato Braga, 340 – 2º, 3º e 4º andares - São Paulo - SP.
- SRB - Superintendência Regional de Brasília - SCN - Qd. 2 - Bloco A – 4o andar - Sala 404 - Edifício Corporate Financial Center - Brasília - DF.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM são considerados de acesso público.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2007.

Original assinado por
MARCELO FERNANDEZ TRINDADE
Presidente



CVM Comissão de Valores Mobiliários

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

INSTRUÇÃO CVM Nº XX, DE XX DE XXXX DE XXXX

Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados. Revoga as Instruções CVM nº 42, de 28 de fevereiro de 1985; nº 179, de 13 de fevereiro de 1992, nº 184, de 19 de março de 1992; nº 203, de 07 de dezembro de 1993; nº 263, de 21 de maio de 1997; nº 344, de 17 de agosto de 2000; nº 362, de 05 de março de 2002; nº 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução nº 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1 a 14 e 17 da Instrução nº 243, de 1º de março de 1996 e a Deliberação nº 20, de 15 de fevereiro de 1985.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto nos arts. 8º, inciso I, e 18, inciso I, alínea "f" da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º A presente Instrução disciplina o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, e a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e dos mercados de balcão organizado.

CAPÍTULO I MERCADOS REGULAMENTADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Seção I Abrangência

Art. 2º Os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão, e o mercado de balcão não organizado.

Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas, ou por um conjunto de pessoas determinável segundo critérios pré-estabelecidos, atuando tais pessoas por conta própria ou de terceiros.

§1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

§2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.

§3º Os requisitos para autorização como entidade administradora de mercado organizado são regulados pelo disposto no Capítulo III desta Instrução.

§4º A auto-regulação constitui função essencial dos mercados organizados, e sua disciplina é estabelecida no Capítulo IV desta Instrução.

§5º O procedimento de autorização e o de cancelamento de autorização como entidade administradora de mercado organizado são regulados pelo disposto no Capítulo VIII desta Instrução.

Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que trata os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385/76, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 2º.

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria, para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

CAPÍTULO II

MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Seção I

Classificação dos mercados organizados

Art. 5º Um mercado organizado será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte:

- I – da existência ou não de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;
- II – das regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado;
- III – da possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;
- IV – da possibilidade de adiamento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;
- V – do volume operado em seus ambientes e sistemas; e
- VI – do público investidor visado pelo mercado.

Parágrafo único. As características de que tratam os incisos I, III e IV só são admitidas para os mercados de balcão organizado, na forma prevista, respectivamente, nos arts. 91, inciso III, 92 e 105 desta Instrução.

Art. 6º A CVM pode determinar a transformação do mercado de balcão organizado em bolsa, a alteração de procedimentos ou normas de funcionamento de mercado de balcão organizado, ou a alteração das dispensas ou autorizações especiais que tenham sido conferidas nos termos desta Instrução, em razão das características concretas do mercado.

Parágrafo único. A determinação de que trata o **caput** observará o procedimento do art. 115 desta Instrução.

Seção II **Normas Gerais**

Art. 7º O funcionamento e a extinção dos mercados organizados, de bolsa ou balcão, dependem de prévia autorização da CVM.

§1º Os mercados organizados poderão ser divididos em segmentos de negociação, levando em conta as características das operações cursadas, os valores mobiliários negociados, seus emissores, requisitos de listagem, o sistema de negociação utilizado e as quantidades negociadas.

§2º O funcionamento e a extinção de segmento de negociação dependem de prévia autorização da CVM.

Art. 8º Toda informação ou publicidade relativa a mercados organizados deverá indicar, em letra destacada, a existência de autorização da CVM para seu funcionamento, bem como sua natureza, de bolsa ou de balcão organizado.

Parágrafo único. A veiculação de publicidade não institucional, assim entendida aquela que constitua oferta de quaisquer produtos ou serviços de mercados organizados, depende de prévia aprovação pela CVM, aplicando-se as normas da Seção VI do Capítulo VIII.

CAPÍTULO III **ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS**

Seção I **Normas Gerais**

Art. 9º Os mercados organizados serão obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM, constituídas como associação ou sociedade anônima, e que preencham os requisitos desta Instrução.

§1º As normas desta Instrução relativas aos deveres de conduta e responsabilidades dos sócios, administradores, empregados e prepostos das entidades administradoras aplicam-se aos sócios, administradores, empregados e prepostos dos mercados por elas administrados, quando estes se organizem autonomamente, seja como sociedade controlada cujo capital pertença integralmente à entidade administradora, seja como sociedade por ela controlada;

§2º Os requisitos estabelecidos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora de mercados organizados poderão ser cumpridos, total ou parcialmente, através de pessoas jurídicas por ela controladas, ou por sua controladora, ou, ainda, pela contratação de terceiros, desde que, a critério da CVM, as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas.

§3º Para efeito de aplicação do disposto nos §§ 1º e 2º, a entidade administradora submeterá à CVM, quando do pedido de autorização para o funcionamento de mercado organizado, sua estrutura jurídica, societária, de capital, patrimonial e organizacional, e a autorização para funcionamento do mercado organizado somente será concedida se tal estrutura obedecer ao disposto nesta Instrução.

§4º O Colegiado da CVM poderá dispensar a observância de requisitos impostos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora, desde que tais requisitos não sejam compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade.

Art. 10. Considera-se sócio da entidade administradora de mercados organizados, para os efeitos desta Instrução, o associado, acionista ou sócio, conforme a forma jurídica de organização.

§1º A qualidade de sócio pode constituir condição para a autorização para operar, conforme dispuser o estatuto da entidade administradora.

§2º Na hipótese do §1º, aplicam-se aos sócios que também sejam pessoas autorizadas a operar as disposições desta Instrução relativas a tais pessoas.

Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

§1º A atuação de que trata o **caput** pode se dar:

I – por intermediários, em nome próprio e de terceiro;

II – por operadores especiais, em nome próprio ou de intermediário, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado;

III – por outras pessoas jurídicas em nome próprio, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado.

Art. 12. Uma mesma entidade poderá instituir e administrar mais de um mercado organizado de valores mobiliários desde que:

I – atenda aos requisitos exigidos para cada categoria de mercado organizado;

II – obtenha autorizações específicas da CVM;

III – adote mecanismos que assegurem, no mínimo, a identificação segregada dos riscos operacionais de cada mercado, e o acompanhamento segregado dos instrumentos de proteção contra tais riscos; e

IV – proveja o departamento de auto-regulação com recursos financeiros apropriados e recursos humanos especializados para a supervisão de cada um dos mercados, adotando os mecanismos de segregação que se façam necessários para a correta fiscalização.

Art. 13. As entidades, além das atividades necessárias a sua atuação como administradoras de mercados organizados, podem:

I – gerir sistemas de compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, desde que tenham obtido autorização específica da CVM ou do Banco Central do Brasil, conforme o caso;

II – prestar às pessoas autorizadas a operar suporte técnico, de mercado, administrativo e gerencial, relacionado ao seu objeto social, bem como exercer, direta ou indiretamente, atividades educacionais, promocionais e editoriais relacionadas ao seu objeto social e aos mercados que administre e prestar serviços de desenvolvimento de mercado; e

III – exercer outras atividades mediante prévia autorização da CVM.

Parágrafo único. Ressalvadas as participações decorrentes de sua política de investimentos financeiros, a entidade administradora do mercado organizado e suas controladas somente poderão participar do capital de terceiros com a finalidade de melhor exercer suas atividades, sendo vedada a participação no capital de pessoas autorizadas a operar nos mercados sob sua responsabilidade.

Seção II

Deveres das Entidades Administradoras

Art. 14. A entidade administradora de mercado organizado deverá manter equilíbrio entre o interesse público a que deve atender como entidade responsável pela preservação e auto-regulação dos mercados por ela administrados e seus interesses comerciais.

Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte:

I – condições para admissão e permanência como pessoa autorizada a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida, atendidos os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência;

II – procedimento de admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida;

III – definição das classes, direitos e responsabilidades das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados;

IV – definição das operações permitidas nos mercados por ela administrados, assim como as estruturas de fiscalização dos negócios realizados;

V – condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários nos mercados por ela administrados, bem como as hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação; e

VI – criação e funcionamento de departamento de auto-regulação, na forma da Seção II do Capítulo IV.

Parágrafo único. A CVM poderá recusar a aprovação das regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar, observado, quanto à exigência de alterações, o procedimento descrito no Capítulo VIII.

Art. 16. A entidade administradora de mercado organizado deve:

I – manter registro das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre pelo prazo de 5 (cinco) anos, ou até o encerramento das investigações, quando a CVM houver comunicado sua existência à entidade administradora;

II – ressalvados os casos em que a liquidação direta entre pessoas autorizadas a operar estiver expressamente prevista em regulamento, efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, diretamente ou contratando para isso entidade de compensação e liquidação e, se for o caso, prestadora de serviços de guarda centralizada de ativos e de contraparte central, autorizadas pela CVM e pelo Banco Central do Brasil;

III – promover a cooperação e a coordenação entre as entidades responsáveis pela supervisão e fiscalização, pela guarda centralizada, quando houver, pela compensação e liquidação e, se for o caso, pela contraparte central, bem como pelo processamento das informações relativas aos negócios realizados, sempre que esses serviços não sejam providos internamente.

Parágrafo único. A prestação dos serviços de guarda centralizada, de compensação e liquidação e de contraparte central, pela própria entidade administradora ou por entidade por ela contratada, depende de autorização específica da CVM e do Banco Central do Brasil.

Art. 17. Caberá à entidade administradora de mercados organizados aprovar normas de conduta necessárias ao seu bom funcionamento e à manutenção de elevados padrões éticos de negociação nos mercados por ela administrados, detalhando as obrigações de seus administradores, empregados, prepostos e sócios controladores, bem como das pessoas autorizadas a operar, seus administradores, empregados e prepostos.

§1º. A entidade administradora estabelecerá sanções em caso de descumprimento das normas referidas no **caput**, respeitado sempre o direito de defesa.

§2º. As normas referidas no **caput** devem disciplinar, no mínimo, a forma de negociação de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados organizados administrados pela entidade por parte de seus



administradores, empregados e prepostos, e pelos administradores, empregados e prepostos das pessoas autorizadas a operar, de maneira a assegurar o controle das operações de tais agentes pela entidade administradora e pela pessoa autorizada a operar, respectivamente, e a impedir negociações indevidas por tais agentes.

Art. 18. Observado o disposto na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, as entidades administradoras de mercados organizados devem estabelecer entre si mecanismos e regras:

I – de troca de informação sobre fatos que possam afetar a regularidade e transparência das operações realizadas em seus mercados, sempre que os valores mobiliários ali negociados estiverem admitidos à negociação em mais de um mercado organizado, ou tiverem como ativo subjacente valores mobiliários e outros ativos admitidos à negociação em mais de um mercado organizado; e

II – que viabilizem a guarda centralizada dos ativos, a compensação e a liquidação de operações cursadas fora de seus ambientes e sistemas de negociação.

Seção III **Organização das entidades administradoras**

Art. 19. A entidade administradora de mercado organizado, independentemente de sua forma jurídica de organização, deve contar necessariamente com os seguintes órgãos:

I – Conselho de Administração;

II – Diretor-Geral;

III – Conselho de Auto-Regulação;

IV – Departamento de Auto-Regulação; e

V – Diretor do Departamento de Auto-Regulação.

§1º Os órgãos referidos no **caput** têm os deveres e responsabilidades estabelecidos pelo estatuto, observado o disposto nesta Instrução.

§2º As atividades de auto-regulação competem exclusivamente aos órgãos mencionados nos incisos III a V do **caput**, vedada a atribuição, fora das hipóteses previstas nesta Instrução, de funções de fiscalização e supervisão ao Conselho de Administração e ao Diretor-Geral.

§3º A vedação estabelecida no §2º não impede a participação de administradores da entidade administradora no Conselho de Auto-Regulação, observado o disposto no art. 47.

§4º O disposto no §2º não exime o Conselho de Administração de sua competência descrita no art. 24, VIII, nem o Diretor-Geral de sua competência descrita no art. 28, incisos II a VII e art. 64.

Seção IV **Estatuto Social**

Art. 20. O estatuto social deve estabelecer regras básicas relativas à estrutura administrativa e operacional da entidade administradora que assegurem o funcionamento adequado do mercado por ela administrado, e o atendimento de suas funções de auto-regulação, nos termos da legislação aplicável e desta Instrução, dispondo, ainda, sobre:

I – eleição, posse, substituição e destituição dos membros do Conselho de Administração e de seu Comitê de Auditoria, do Conselho de Auto-Regulação, do Diretor Geral e do Diretor do Departamento de Auto-Regulação;

II – requisitos mínimos para nomeação ao Conselho de Administração e de seu Comitê de Auditoria, Conselho de Auto-Regulação, e aos cargos de Diretor Geral e de Diretor do Departamento de Auto-Regulação;

III – atribuições do Conselho de Administração, de seu Presidente e de seu Comitê de Auditoria, do Diretor Geral, do Conselho de Auto-Regulação, do Departamento de Auto-Regulação e do seu Diretor, observado o disposto nesta Instrução;

IV – incorporação, fusão, cisão, transformação e dissolução da entidade administradora;

V – convocação, competência e funcionamento da assembléia geral, prevista, no mínimo, uma assembléia anual, a realizar-se nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social;

VI – prazo máximo de suspensão cautelar, pelo Diretor Geral, das atividades de pessoa autorizada a operar (art. 28, VII);

VII – as matérias de que tratam os incisos I a V do art. 15 e o art. 19; e

VIII – prazos e efeitos da interposição de recursos ao Conselho de Administração, em especial nas hipóteses referidas nos arts. 28 e 64.

§1º Quando a qualidade de sócio for requisito para a concessão de autorização para operar em mercado administrado pela entidade, o estatuto deve prever a livre negociação dos títulos patrimoniais ou das ações de emissão da entidade administradora do mercado.

§2º As alterações do estatuto social dependem, para vigorar, de prévia autorização da CVM, que será concedida segundo o procedimento estabelecido no Capítulo VIII.

Seção V **Assembléia Geral**

Art. 21. A assembléia geral convocada, instalada e realizada de acordo com a legislação aplicável e o estatuto social da entidade administradora é competente para decidir sobre todos os atos relativos a essa

entidade, bem como para tomar as decisões que julgar convenientes à defesa de seus interesses, preservada, no entanto, a autonomia da estrutura de auto-regulação de que trata o Capítulo IV.

§1º Compete privativamente à assembléia geral:

I - eleger e destituir os membros do Conselho de Administração;

II – eleger e destituir os membros do Conselho de Auto-Regulação, observadas as normas desta Instrução;

III – decidir sobre o mandato, como membro do Conselho de Auto-Regulação, do Diretor de Auto-Regulação que tenha sido demitido pelo Conselho de Administração (art. 38, § 4º); e,

IV – convocar, se for o caso, a assembléia geral de que trata o art. 38, §§ 4º e 5º.

§2º O edital de convocação das assembléias gerais das entidades administradoras, juntamente com a proposta da administração, quando houver, devem ser enviados à CVM.

Seção VI Administração

Art. 22. A administração da entidade administradora de mercado organizado compete ao Conselho de Administração, ao Diretor Geral e aos demais Diretores, devendo o estatuto estabelecer as competências do Conselho de Administração e dos diretores, observado o disposto nesta Instrução.

Parágrafo único. Os administradores da entidade administradora devem exercer as atribuições que a lei, as normas regulamentares e o estatuto lhes conferem para lograr os fins e o interesse da entidade, sempre respeitado o interesse público no adequado funcionamento do mercado organizado por ela administrado.

Art. 23. Os administradores devem ter a qualificação, conhecimento e capacidade técnica necessários para a execução das responsabilidades que lhes são atribuídas.

§1º Quando se tratar de proposta do controlador ou da administração da entidade administradora, a convocação da assembléia geral em que se pretenda proceder à eleição de administrador deve ser feita com indicação de que todas as informações descritas no Anexo IV estão disponíveis em declaração assinada, sob as penas da lei, pelo candidato.

§2º São impeditivas da eleição de administrador, ou da contratação como empregado ou preposto relevante da entidade administradora:

I – a ocorrência de quaisquer das hipóteses de impedimento previstas na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, salvo quando admitida dispensa pela assembléia geral;

II – a condenação transitada em julgado de algum dos crimes previstos no Capítulo VII-B da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986 e na Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, salvo se já determinada a reabilitação;

III – a prestação de declarações falsas, inexatas, ou omissas, quando, pela sua extensão ou conteúdo, se mostrarem relevantes para aferição do disposto no **caput** e no §1º deste artigo.

§3º Observado o disposto no art. 51, as entidades administradoras poderão exigir outros requisitos, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, inclusive de reputação ilibada a juízo de seu Conselho de Administração.

§4º Para efeitos de aplicação do disposto no §1º, considera-se empregado ou preposto relevante aquele a quem seja atribuída função de gerência, conforme for indicado no organograma apresentado pela entidade administradora quando do pedido de autorização, ou quando de sua atualização.

§5º Os administradores que deixem de preencher, por fato superveniente ou desconhecido à época da aprovação de seu nome, os requisitos exigidos para a função, devem ser imediatamente substituídos, comunicando-se o fato à CVM.

Seção VII **Conselho de Administração**

Subseção I **Competência**

Art. 24. Compete ao Conselho de Administração, observado ainda o que dispuserem o estatuto e a regulamentação aplicável:

I - aprovar as regras relativas ao funcionamento geral do mercado administrado, seus regulamentos, bem como as regras relativas à admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar;

II - aprovar as regras relativas à admissão à negociação, suspensão e exclusão de valores mobiliários, e respectivos emissores, quando for o caso;

III – deliberar sobre a admissão, suspensão e exclusão de pessoas autorizadas a operar, exceto quando se tratar de medida decorrente da imposição de penalidades pelo Conselho de Auto-Regulação (art. 49);

IV – determinar o recesso, total ou parcial, do mercado;

V – escolher e destituir os auditores independentes, na forma proposta pelo Comitê de Auditoria (art. 27);

VI – julgar recursos nas hipóteses estatutariamente previstas;

VII – aprovar o orçamento do Departamento de Auto-Regulação e do Conselho de Auto-Regulação, bem como o programa de trabalho a ele correspondente;

VIII – examinar os relatórios previstos no art. 45, elaborados pelo Diretor do Departamento de Auto-Regulação, e deliberar sobre as providências necessárias por força de seu conteúdo;

IX – aprovar o relatório anual de controles internos de riscos operacionais, quando se tratar de entidade administradora de mercado de bolsa (art. 75);

X – eleger e destituir o Diretor-Geral e os demais Diretores;

XI – eleger o Diretor do Departamento de Auto-Regulação, dentre os membros independentes do Conselho de Auto-Regulação (art. 38); e

XII – destituir o Diretor do Departamento de Auto-Regulação, caso ocorra alguma das hipóteses do art. 39, convocando, neste caso, a assembléia geral de que trata o § 4º do art. 38.

Subseção II Composição

Art. 25. O estatuto social da entidade administradora estabelecerá as regras relativas à composição e ao funcionamento do Conselho de Administração, observado o seguinte:

I – a maioria de seus integrantes deverá ser de conselheiros independentes, como definido pelo art. 26; e

II – não poderá haver mais de um conselheiro que mantenha vínculo com a mesma pessoa autorizada a operar, ou a mesma entidade, conglomerado ou grupo a que pertença uma mesma pessoa autorizada a operar.

Art. 26. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com:

I – a entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto;

II – o administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada;

III – pessoa autorizada a operar em seu mercado; e

IV – sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora.

§1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no **caput**:

I – relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo;

II – participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital total ou do capital votante; ou

III – ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.

§2º Equipara-se à relação atual, para efeito do disposto no inciso I do §1º deste artigo, aquela existente no prazo de até um ano antes da posse como membro do Conselho.

§3º Não se considera vínculo, para efeito do disposto no **caput**, a participação em órgão administrativo ou fiscal, na qualidade de membro independente.

Seção VIII **Comitê de Auditoria**

Art. 27. O Comitê de Auditoria é órgão do Conselho de Administração, e terá competência para examinar as seguintes matérias:

I – propor ao Conselho de Administração a indicação dos auditores independentes, e ratificar a escolha feita;

II – acompanhar os resultados da auditoria interna, propondo ao Conselho de Administração as ações que forem necessárias para aperfeiçoá-la;

III – analisar as demonstrações financeiras da entidade administradora, efetuando recomendações que entender necessárias ao Conselho de Administração; e

IV – avaliar, quanto à sua efetividade e suficiência, a estrutura de controles internos das atividades da entidade administradora de que trata o art. 75, bem como o relatório anual ali referido.

Seção IX **Diretor Geral**

Art. 28. Compete ao Diretor Geral, observado ainda o que dispuserem o estatuto e a regulamentação aplicável:

I – quando solicitado, encaminhar à CVM as informações relativas às operações com valores mobiliários, no prazo, forma e detalhamento especificados, inclusive com a especificação dos comitentes finais;

II – admitir, suspender ou excluir valores mobiliários da negociação;

III – promover, sem prejuízo das atividades realizadas pelo Departamento de Auto-Regulação, o acompanhamento em tempo real e a fiscalização das operações realizadas nos mercados que administre;

IV – tomar medidas e adotar procedimentos para coibir a realização de operações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares;

V – cancelar negócios realizados no mercado administrado ou suspender ou solicitar às entidades de compensação e liquidação que suspendam sua liquidação, quando diante de situações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares;

VI – informar imediatamente ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação os fatos de que venha a ter conhecimento que possam constituir infração às normas legais e regulamentares;

VII – determinar cautelarmente, e sem prejuízo das atribuições específicas do Departamento de Auto-Regulação, a suspensão das atividades de pessoa autorizada a operar, nos casos previstos nas normas de que trata o inciso IV do art. 15, ou em hipótese de aparente violação das normas de conduta de que trata o art. 17, observado o prazo máximo previsto no estatuto, comunicando imediatamente a suspensão ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação, à CVM e ao Banco Central do Brasil;

VIII – fixar, assegurada a ampla divulgação aos interessados, e observado o prazo mínimo para entrada em vigor de 60 (sessenta) dias, contados de sua aprovação:

(a) as contribuições periódicas das pessoas autorizadas a operar e dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação;

(b) os emolumentos, comissões e quaisquer outros custos a serem cobrados pelos serviços decorrentes do cumprimento de suas atribuições funcionais, operacionais, normativas e fiscalizadoras;

IX - implementar as punições determinadas pelo Conselho de Auto-Regulação; e

X – informar imediatamente à CVM a ocorrência de eventos que afetem o funcionamento regular dos mercados que administre, ainda que temporariamente.

§1º A competência para as deliberações de que trata o inciso VIII pode ser atribuída pelo estatuto ao Conselho de Administração, total ou parcialmente.

§2º O Diretor Geral deve tomar as providências necessárias à preservação do sigilo das informações obtidas no exercício de suas atribuições.

Art. 29. O Diretor Geral não deve prestar ao Conselho de Administração as informações relativas a:

I – operações realizadas nos ambientes de negociação do mercado que administre;

II – posições de custódia; e

III – posições detidas nos mercados de liquidação futura e de empréstimo de valores mobiliários.

Parágrafo único. O disposto no **caput** não impede a divulgação pública periódica de posições, consolidadas ou de outra forma, desde que fique preservada a identidade dos comitentes finais.

Art. 30. O Diretor Geral deve atender aos requisitos de independência de que tratam os incisos III e IV do art. 26, a ele não se aplicando, contudo, a norma do § 2º do art. 26.

Seção X

Exercício social e demonstrações financeiras



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 31. O exercício social da entidade administradora deve findar em 31 de dezembro de cada ano, sendo obrigatória a elaboração de demonstrações financeiras no final do exercício social, na forma determinada pela Lei 6.404/76 e regulamentação da CVM aplicável às companhias abertas.

§1º As demonstrações financeiras da entidade devem ser auditadas por auditor independente registrado na CVM, que apresentará parecer sobre as demonstrações financeiras do exercício.

§2º O auditor independente deve apresentar, ainda, relatório circunstanciado sobre:

I – o funcionamento dos controles internos e dos procedimentos contábeis, indicando eventuais deficiências ou sua ineficácia; e

II – a qualidade e a segurança dos procedimentos e sistemas operacionais, inclusive acerca das medidas previstas em situações de ruptura, contingência ou emergência, na forma prevista no art. 63.

§ 3º Aplicam-se ainda às entidades administradoras:

I - o dever de prestação de informações trimestrais aplicáveis às companhias abertas; e

II – o dever de prestação do formulário de informações anuais – IAN, e de sua atualização, aplicável às companhias abertas.

§4º As demonstrações financeiras, acompanhadas de parecer dos auditores, e as informações trimestrais e o formulário IAN, devem estar disponíveis na página da entidade administradora na rede mundial de computadores.

§5º Quando da concessão da autorização para a entidade administradora, a CVM poderá dispensar a observância dos §§ 3º e 4º, considerando o porte e o público investidor visado pelo mercado a ser administrado pela entidade, observando-se, quanto às eventuais alterações ou revogações posteriores das dispensas concedidas, o procedimento do art. 121 desta Instrução.

Seção XI **Patrimônio ou Capital Social**

Art. 32. O patrimônio ou o capital social da entidade administradora será dividido, conforme o caso, em cotas, títulos patrimoniais ou ações.

Parágrafo único. A situação econômica e financeira da entidade administradora deve ser sempre adequada ao bom funcionamento dos mercados sob sua administração, podendo a CVM determinar a realização de aportes de capital ou patrimônio, sempre que entender que a situação econômica ou financeira da entidade não é compatível com suas funções, ou com as condições de que deve dispor para exercê-las, observado o procedimento do art. 115 desta Instrução.

Seção XII **Participações no Patrimônio ou Capital Social**



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 33. A aquisição, por pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, de participação direta ou indireta igual ou superior a 20% (vinte por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado, depende de autorização prévia da CVM.

§1º Para efeito de aplicação da norma do **caput**, equipara-se à aquisição de participação igual ou superior a 20% (vinte por cento) a aquisição de participação que, somada à anteriormente detida pelas pessoas mencionadas no **caput**, faça com que tais pessoas passem a deter participação direta ou indireta igual ou superior a 20% (vinte por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado.

§2º Para efeitos desta Instrução, considera-se representando o mesmo interesse o controlador das pessoas mencionadas no **caput**, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto.

§3º Em sua análise sobre a concessão da autorização de que trata o **caput**, a CVM deve considerar, além do cumprimento dos requisitos estabelecidos nesta Instrução em relação ao controlador de entidade administradora, principalmente, a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro, a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional, e o oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e o acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira.

§4º A aquisição ou alienação de 5% (cinco por cento) ou mais de títulos patrimoniais ou ações da mesma espécie ou classe, de emissão de entidade administradora, está sujeita ao disposto no art. 12 da Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002.

Art. 34. A pessoa autorizada a operar em mercado organizado, assim como suas controladoras diretas e indiretas, controladas e pessoas submetidas a controle comum direto ou indireto, não podem deter mais de 10% (dez por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto, integral ou restrito, da entidade que o administre.

Art. 35. O descumprimento do disposto nesta Seção acarretará a limitação dos direitos de voto inerentes às participações no patrimônio ou capital social, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora.

§1º Sempre que os órgãos de deliberação e administração da entidade administradora tenham conhecimento de alguma situação que determine a limitação do exercício de direitos de voto de que trata o **caput** deste artigo, devem comunicar esse fato ao Presidente da mesa da assembléia ou reunião de órgão da administração, o qual atuará de forma a impedir o exercício dos direitos de voto limitados.

§2º Sem prejuízo da anulação judicial, e do processo administrativo sancionador cabível, as alterações estatutárias e demais deliberações sociais tomadas com base em votos que violem as limitações estabelecidas nesta Seção, não produzem efeito perante a CVM.

CAPÍTULO IV

AUTO-REGULAÇÃO DOS MERCADOS ORGANIZADOS

Seção I

Estrutura da Auto-Regulação

Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como da própria entidade administradora.

§1º O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação também serão encarregados de fiscalizar e supervisionar o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores quando houver.

§2º Caberá ao Departamento de Auto-Regulação, ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação e ao Conselho de Auto-Regulação, conforme previsto nesta Instrução, no estatuto social e em seus regulamentos, monitorar, de ofício ou por comunicação do Diretor Geral ou de terceiros, o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, e impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhes incumba fiscalizar.

§3º A entidade administradora do mercado pode constituir associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico, que exerça as funções de fiscalização e supervisão de que trata este artigo, ou, ainda, contratar terceiro independente para exercer tais funções.

§4º Na hipótese do §3º, a sociedade controlada ou o terceiro contratado deverão observar as restrições decorrentes do sigilo a ser preservado sobre as operações realizadas em mercado, bem como as demais normas estabelecidas para o Conselho de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Departamento de Auto-Regulação.

Art. 37. O Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação devem:

I – ser funcionalmente autônomos dos órgãos de administração da entidade administradora dos mercados que lhes incumba fiscalizar;

II – possuir autonomia orçamentária, assegurando-se recursos suficientes para a execução das atividades sob sua responsabilidade, por meio de dotação estabelecida em orçamento próprio que deverá ser aprovado pela Assembléia Geral Ordinária e enviado à CVM no prazo de cinco dias úteis após sua aprovação; e

III - possuir amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhes incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados.

§1º O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação devem tomar as providências necessárias à preservação do sigilo das informações obtidas por força de sua competência, bem como daquelas constantes de seus relatórios e processos que lhes incumba conduzir.

§ 2º As providências referidas no §1º devem incluir:

I – definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da entidade administradora;

II – a preservação de informações por todos os seus integrantes, inclusive quanto ao planejamento das atividades de auto-regulação, relatórios delas decorrentes e processos instaurados, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não autorizadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente.

Art. 38. Ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação cabe a condução dos trabalhos do Departamento de Auto-Regulação.

§1º O Diretor do Departamento de Auto-Regulação é membro nato do Conselho de Auto-Regulação, sendo-lhe vedado, porém, exercer a Presidência deste órgão.

§2º Exceto pelo Diretor do Departamento, não podem integrar o Departamento de Auto-Regulação os integrantes do Conselho de Administração ou da Diretoria, nem os empregados ou prepostos da entidade administradora que exerçam qualquer outra função na entidade.

§3º O Diretor do Departamento de Auto-Regulação deve ser eleito pelo Conselho de Administração entre os membros independentes do Conselho de Auto-Regulação, como definido no art. 26, e somente pode ser destituído, pelo Conselho de Administração, nas hipóteses do art. 39, observado o parágrafo único do art. 24.

§4º Ocorrendo a hipótese de destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação, o Conselho de Administração deverá escolher, provisoriamente, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e, adicionalmente, convocar assembléia geral extraordinária dos sócios da entidade administradora, a fim de deliberar pela confirmação, ou não, do mandato como membro do Conselho de Auto-Regulação do Diretor do Departamento de Auto-Regulação destituído.

§5º A convocação da assembléia a que se refere o §4º deve ser realizada no prazo máximo de 48 (quarenta e oito) horas após a realização da reunião do Conselho de Administração que deliberar pela destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação, com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, e na data da convocação deve estar disponível para os sócios relatório detalhado contendo as justificativas pormenorizadas consideradas pelo Conselho para a destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação, inclusive com a análise do desempenho do Departamento de Auto-Regulação durante sua gestão.

§6º Além da deliberação de que trata o §4º, a assembléia ali referida pode, ainda, deliberar pela convocação de nova assembléia, para proceder-se à nova eleição de todos os membros do Conselho de Administração ou do Conselho de Auto-Regulação, ou, ainda, de ambos, devendo tais matérias constar da ordem do dia.

§7º Apenas após a realização da assembléia de que trata o §4º e, se for o caso, da assembléia de que trata o §6º, o Conselho de Administração deve proceder à eleição do novo Diretor do Departamento de Auto-Regulação.

Art. 39. O Diretor do Departamento de Auto-Regulação, eleito pelo Conselho de Administração, e os demais integrantes do Conselho de Auto-Regulação, eleitos pela Assembléia Geral:

I – devem ter mandato fixo de três anos, renovável;

II – o Diretor do Departamento de Auto-Regulação só pode ser destituído pelo Conselho de Administração (art. 38, §§ 3º e 4º), e os demais membros do Conselho de Auto-Regulação, somente pela Assembléia Geral;

III – somente perderão seus mandatos por força de renúncia, condenação judicial ou em processo sancionador instaurado pela CVM, em ambos os casos por decisão irrecurável que leve ao impedimento ou à inabilitação, ou se assim deliberarem o Conselho de Administração ou a Assembléia Geral, respectivamente, com base em proposta fundamentada e detalhada acerca das circunstâncias que a justificaram, apresentada por qualquer membro do Conselho de Administração ou pelo Presidente do Conselho de Auto-Regulação, conforme o caso, observado, quanto ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação, o disposto no art. 38;

IV – estão sujeitos aos impedimentos de que trata o §2º do art. 23.

Parágrafo único. Na supervisão da entidade administradora, do desempenho do Departamento de Auto-Regulação, e da observância do princípio de independência e autonomia estabelecido no art. 37, a CVM deve considerar a ocorrência de destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação ou de membros do Conselho de Auto-Regulação, devendo tais fatos ser considerados em eventual processo de cancelamento de autorização, observado o procedimento do art. 115, e sem prejuízo das sanções disciplinares cabíveis em relação aos membros do Conselho de Administração, do Conselho de Auto-Regulação, ao Diretor Geral e ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação, conforme o caso.

Art. 40. A estrutura do Departamento de Auto-Regulação, incluindo nome e currículo resumido dos principais executivos, e demais recursos humanos e materiais disponíveis para a execução da programação de trabalho devem ser informados à CVM anualmente, bem como eventuais alterações ao longo do ano.

Art. 41. A entidade administradora deve fazer aprovar um Código de Conduta específico para os integrantes do Departamento e do Conselho de Auto-Regulação disciplinando, no mínimo:

I – as regras relativas ao exercício de suas funções, prevendo inclusive as hipóteses de impedimento daqueles integrantes;

II – as condições em que seus integrantes podem deter e negociar com valores mobiliários negociados nos ambientes e sistemas do mercado organizado; e

III – procedimento e sanções, inclusive suspensão, em caso de infrações disciplinares.

Seção II

Departamento de Auto-Regulação

Art. 42. A entidade administradora deve manter um Departamento de Auto-Regulação com a função de exercer primariamente, observada a competência do Conselho de Auto-Regulação (art. 46), a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados que estejam sob sua responsabilidade e das pessoas ali autorizadas a operar, estabelecendo mecanismos e procedimentos eficazes para que o Departamento fiscalize a observância de suas regras e normas de conduta, bem como da regulamentação vigente, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

Art. 43. Caberá ao Departamento de Auto-Regulação, sem prejuízo de outras atribuições que lhe sejam conferidas:

I - fiscalizar as operações realizadas nos mercados administrados pela entidade, com intuito de detectar eventuais descumprimentos que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares;

II – fiscalizar, direta e amplamente, as pessoas autorizadas a operar;

III - apontar deficiências no cumprimento das normas legais e regulamentares verificadas no funcionamento dos mercados administrados pela entidade, ainda que imputáveis à própria entidade administradora, bem como nas atividades das pessoas autorizadas a operar, e acompanhar os programas e medidas adotadas para saná-las;

IV – instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar;

V – propor ao Conselho de Auto-Regulação a aplicação das penalidades previstas no art. 49, quando cabível; e

VI – tomar conhecimento das reclamações efetuadas quanto ao funcionamento dos mercados organizados administrados pela entidade, acompanhando seu andamento e as medidas decorrentes de seu recebimento.

§1º O Departamento de Auto-Regulação pode, no exercício de suas atividades, exigir das pessoas autorizadas a operar e da própria entidade administradora do mercado todas as informações, ainda que sigilosas, necessárias ao exercício de sua competência.

§2º O estatuto da entidade administradora pode prever que algumas das sanções referidas no inciso V sejam aplicadas pelo Diretor do Departamento de Auto-Regulação, cabendo recurso para o Conselho de Auto-Regulação.

§3º O Departamento de Auto-Regulação se reporta diretamente ao Conselho de Auto-Regulação e ao Conselho de Administração, neste último caso apenas para prestação de contas sobre suas atividades no cumprimento do programa anual de trabalho, e na análise da proposta do orçamento anual.

Subseção I
Prestação de Informações

Art. 44. O Diretor do Departamento de Auto-Regulação deve enviar à CVM:

I – imediatamente, informação sobre a ocorrência de qualquer situação que indique infração grave às normas da CVM, tais como, exemplificativamente, as tipificadas nas Instruções CVM nº 08, de 8 de outubro de 1979 e 358, de 3 de janeiro de 2002;

II – diariamente, até o dia subsequente:

(a) caso se trate de mercados de bolsa, relatório das operações que foram submetidas a leilão e das operações canceladas;

(b) relatório de saldo de posições individualizadas nos mercados de liquidação futura e de empréstimo de valores mobiliários; e

(c) relatório com movimento diário do sistema de pregão e dos sistemas eletrônicos de negociação e de registro de operações, com a identificação das pessoas autorizadas a operar e dos comitentes finais.

III – mensalmente, até o décimo quinto dia do mês subsequente e após aprovação do Conselho de Auto-Regulação:

(a) relatório descritivo sobre a inobservância das normas legais vigentes no mercado organizado de valores mobiliários de que se cuide e os desvios observados nas operações, mencionando as análises iniciadas e concluídas no período, com a indicação dos comitentes envolvidos, bem como das providências adotadas;

(b) relatório sobre as auditorias concluídas no período, mencionando as pessoas autorizadas a operar que foram inspecionadas, o escopo do trabalho realizado, o período abrangido, o resultado final, as irregularidades identificadas e as providências adotadas; e

(c) relatório com a enumeração dos processos administrativos instaurados, inclusive aqueles relativos ao uso do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com identificação das pessoas interessadas e respectivas condutas.

Art. 45. O Diretor do Departamento de Auto-Regulação deve elaborar anualmente, para aprovação do Conselho de Auto-Regulação e posterior apresentação ao Conselho de Administração, os seguintes documentos:

I - relatório de prestação de contas das atividades realizadas pelo Departamento de Auto-Regulação, auditado por auditor independente registrado na CVM, indicando os principais responsáveis por cada uma delas, bem como as medidas adotadas ou recomendadas como resultado de sua atuação; e

II – relatório contendo a proposta orçamentária para o exercício subsequente.

Parágrafo único. Os relatórios referidos neste artigo devem ser encaminhados à CVM em até 5 (cinco) dias após aprovação pela assembleia geral ordinária que os apreciar.

Seção III **Conselho de Auto-Regulação**

Subseção I **Competência e Composição**

Art. 46. Ao Conselho de Auto-Regulação compete supervisionar as atividades do Departamento de Auto-Regulação e julgar os processos por ele instaurados, instruídos e conduzidos.

§1º Cabe ao Conselho de Auto-Regulação, sem prejuízo de outras atribuições que lhe sejam conferidas:

I - aprovar o regulamento dos procedimentos a serem observados na instauração e tramitação dos processos e na negociação e celebração de termos de compromisso, sendo certo que tal regulamento, bem como suas modificações, só produzirão efeitos depois de aprovados pela CVM, observado o procedimento previsto no Capítulo VIII;

II - determinar ao Diretor Geral a aplicação das penalidades previstas no art. 49;

III – elaborar seu próprio regimento interno; e

IV – aprovar os documentos de que trata o inciso III do art. 44, bem como informações sobre eventuais providências, recomendações e ressalvas que tenham sido propostas em decorrência dos fatos observados; e

V – aprovar a proposta orçamentária e a programação anual de trabalho do Departamento de Auto-Regulação;

§2º Na hipótese de o estatuto prever a aplicação de certas sanções pelo Diretor do Departamento de Auto-Regulação, a competência do Conselho de Auto-Regulação deve incluir, necessariamente, a de julgar os recursos contra essas decisões.

§3º O resultado do julgamento dos processos, com as sanções disciplinares aplicadas, deve ser encaminhado à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis.

Art. 47. O Conselho de Auto-Regulação deve ser composto por pelo menos 2/3 (dois terços) de membros independentes, dentre os quais, como membro nato, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação (art. 38, §1º), na forma do art. 26.

§1º O Presidente do Conselho de Auto-Regulação deve ser eleito pelos demais membros desse órgão, entre os membros independentes, e não pode exercer a função de Diretor do Departamento de Auto-Regulação.

§2º Ao Presidente do Conselho de Auto-Regulação cabe, além da condução dos trabalhos administrativos do Conselho, representá-lo perante a CVM, quando necessário, notificar o Conselho de Administração da necessidade de convocar a assembléia geral, na hipótese de proposta de destituição de membro do Conselho de Auto-Regulação de que trata o art. 39.

Subseção II **Sujeição às penalidades**

Art. 48. Estão sujeitos às penalidades aplicadas pelo Conselho de Auto-Regulação os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, e, quando for o caso, os emissores, assim como os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas.

Subseção III **Penalidades**

Art. 49. A violação das normas cujo cumprimento incumba ao Departamento de Auto-Regulação fiscalizar sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.

§1º A suspensão ou o cancelamento de autorização de pessoa autorizada a operar deve ser comunicada, de imediato, à CVM e ao Banco Central do Brasil.

§2º Os recursos arrecadados com multas e termos de compromisso celebrados pelo Conselho de Auto-Regulação devem ser revertidos, em sua totalidade, para as atividades previstas neste Capítulo.

§3º Das decisões do Conselho de Auto-Regulação não cabe recurso à CVM.

§4º O investigado pode requerer que a pena que lhe tenha sido imposta pelo Conselho de Auto-Regulação seja submetida à CVM como base para celebração de termo de compromisso de que trata o §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir as penalidades que venha a aplicar daquelas que tenham sido impostas pelo Conselho de Auto-Regulação.

§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados perante o Conselho de Auto-Regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385/76 deve ser calculada somando-se a pena imposta pelo Conselho de Auto-Regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

CAPÍTULO V **OPERAÇÕES NOS MERCADOS ORGANIZADOS**

Seção I **Normas gerais**



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 50. As operações em mercados organizados que funcionem como sistemas de negociação devem realizar-se por meio de ambientes ou sistemas de negociação que propiciem uma correta formação de preços dos valores mobiliários neles negociados, e a transparência das ofertas existentes e das operações realizadas.

§1º Quando se tratar de mercados organizados que se destinem apenas ao registro de operações previamente ocorridas, os registros devem realizar-se por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a existência de regras que autorizem a recusa de registro de negócios discrepantes.

§2º Verificando que o mercado organizado não está adotando as medidas necessárias para o cumprimento do disposto neste artigo, a CVM pode determinar a adoção de medidas suplementares e, em caso de não correção das deficiências apontadas, e observado o direito de ampla defesa, cancelar a autorização para o funcionamento do mercado organizado.

Seção II

Pessoas autorizadas a operar

Art. 51. As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado.

§1º A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado organizado depende de autorização da entidade administradora, que deve considerar a sua organização, os meios materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

§2º Os requisitos de admissão como pessoa autorizada a operar devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.

§3º As qualificações mínimas para a admissão e manutenção como pessoa autorizada a operar contemplarão, inclusive, as necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas, a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse e a existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado.

§4º É vedado à entidade administradora, sem prévia autorização da CVM, estabelecer limite máximo de número de pessoas autorizadas a operar, ou reduzir o limite previamente aprovado, ainda que por classes ou para o exercício de determinados direitos de acesso aos mercados por ela mantidos.

Art. 52. Além da observância dos deveres próprios à atividade de intermediação que exercem, as pessoas autorizadas a operar, em nome próprio ou de terceiros, em mercado organizado devem:

I – acatar e dar cumprimento às decisões dos órgãos de administração e de fiscalização e supervisão da entidade administradora; e

II – prestar todas as informações, conforme requerido pelos órgãos de administração e de fiscalização e supervisão da entidade administradora.

Seção III

Responsabilidade pelas Operações

Art. 53. A pessoa autorizada a operar em mercado organizado é responsável:

I – pela liquidação das operações, quando for o caso;

II - pelo numerário ou valores mobiliários ou outros ativos sob sua guarda, recebidos do cliente ou em nome do cliente, quando for o caso;

III – pela legitimidade dos valores mobiliários entregues;

IV – pelas operações realizadas ou registradas por seus prepostos; e

V – pela manutenção de cadastro atualizado de seus clientes.

Parágrafo único. A pessoa autorizada a operar por conta de terceiros deve estabelecer procedimentos que assegurem a legitimidade e validade de procuração ou documentos necessários à transferência dos valores mobiliários.

Seção IV

Operações em mercados organizados

Art. 54. Conforme dispuserem as regras estabelecidas pela entidade administradora do mercado organizado, as operações podem ser realizadas em nome próprio ou de terceiro.

Seção V

Custos e Emolumentos

Art. 55. Os custos e emolumentos estabelecidos pela entidade administradora de mercado organizado devem ser proporcionais aos serviços prestados, e razoáveis, não se constituindo em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos mercados por ela administrados.

Parágrafo único. A CVM não aprovará previamente os custos e emolumentos estabelecidos pela entidade administradora, mas pode solicitar demonstração detalhada de sua formação e, observado o direito de ampla defesa, determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos de custos e emolumentos.

Seção VI

Cadastramento de comitentes

Art. 56. A entidade administradora de mercado organizado deve manter:

I – relação de comitentes aptos a negociar nos mercados por ela administrados, permanentemente atualizada pelas pessoas autorizadas a operar; e,

II – registro das operações realizadas nos mercados que permitam identificar o comitente de uma operação, nos termos da regulamentação da CVM.

Parágrafo único. A entidade administradora deve transmitir as informações cadastrais e de registro à entidade de compensação e liquidação que lhe preste esses serviços, se for o caso, com o objetivo de manter um cadastro único e atualizado, inclusive com observações quanto a comitentes faltosos.

Seção VII

Admissão à negociação de valores mobiliários

Art. 57. São negociáveis em mercados organizados os valores mobiliários autorizados pela CVM.

§1º A admissão à negociação em mercado organizado específico depende de decisão da respectiva entidade administradora responsável.

§2º A admissão à negociação, em mercado organizado, de outros ativos que não valores mobiliários, depende de prévia aprovação da CVM.

§3º É permitida a negociação simultânea de outros valores mobiliários, com exceção de ações, em mercado organizado distinto daquele em que o emissor tem seus valores mobiliários negociados, desde que tenha sido obtida a autorização referida no §1º deste artigo.

Seção VIII

Auto-listagem

Art. 58. O mercado organizado pode admitir à negociação valores mobiliários de emissão da respectiva entidade administradora.

§1º Na hipótese prevista no **caput**, o Departamento de Auto-Regulação deve atestar que a admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da entidade está em conformidade com os requisitos previstos nas regras gerais que estabelecer para os demais emissores, bem como monitorar continuamente esta conformidade e confirmá-la no relatório referido no art. 44, III, “a”.

§2º O Departamento de Auto-Regulação deve fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da própria entidade administradora, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedada a fiscalização por amostragem.

§3º Caso seja verificada alguma irregularidade na admissão dos valores mobiliários de emissão da entidade, no atendimento às condições para a manutenção do registro desses valores ou nas operações realizadas com eles, o Departamento de Auto-Regulação deverá comunicar o fato à CVM imediatamente.

Seção IX

Negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários listados



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 59. É permitida a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, nas seguintes hipóteses:

I – negociações privadas;

II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;

III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica;

IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro;

V – alienação em oferta pública de aquisição; e

VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.

Seção X

Suspensão e exclusão de valores mobiliários da negociação

Art. 60. As normas de funcionamento da entidade administradora de mercado organizado devem disciplinar as situações em que se procederá à suspensão da negociação ou à exclusão dos valores mobiliários admitidos à negociação, bem como as informações a serem prestadas relativamente aos valores mobiliários atingidos por tais medidas.

§1º A suspensão da negociação pode justificar-se quando:

I – deixem de se verificar os requisitos de admissão, desde que se trate de falta sanável; e

II – tornar-se pública notícia ou informação vaga, incompleta ou que suscite dúvida quanto ao seu teor ou procedência, que possa vir a influir de maneira relevante na cotação do valor mobiliário ou induzir os investidores a erro.

§2º As normas de que tratam o **caput** deverão, obrigatoriamente, disciplinar os procedimentos a serem adotados quando:

I – houver informação sobre a existência de pedido de falência, desde que indique risco de insolvência do emissor, ou de recuperação, judicial ou extrajudicial; e

II – houver decretação de falência, intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, pelo Banco Central do Brasil e pela Superintendência de Seguros Privados, no emissor, cabendo ao interventor, liquidante ou conselho diretor, conforme o caso, comunicar a medida à entidade responsável pela administração do mercado organizado em que seus valores mobiliários sejam mais negociados.

§3º A exclusão da negociação é obrigatória quando:



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

I – deixem de se verificar os requisitos de admissão, desde que se trate de falta não sanável; e

II – não tenham sido sanadas as faltas ou situações que justificaram a suspensão.

§4º A suspensão da negociação de valores mobiliários em mercado organizado acarreta a suspensão da negociação desse mesmo valor mobiliário, ou de outros de que seja ativo subjacente, em outros mercados organizados.

§5º A exclusão de valores mobiliários cuja negociação seja condição para a admissão de outros implica a exclusão destes dos mercados organizados em que sejam negociados.

§6º A exclusão deve ser imediatamente comunicada à CVM.

Art. 61. A CVM pode determinar à entidade administradora de mercado organizado que proceda à suspensão ou exclusão de valores mobiliários da negociação, bem como estender a suspensão ou exclusão aos demais mercados organizados.

Seção XI **Divulgação de Informações**

Art. 62. A entidade administradora de mercado organizado deve tornar disponíveis pelo menos as seguintes informações relativas aos mercados sob sua administração:

I – características, regras e manuais de funcionamento e operação;

II – informações sobre as características de cada valor mobiliário admitido à negociação;

III – informações sobre as operações realizadas e respectivos preços;

IV – informações eventuais e periódicas recebidas dos emissores dos valores mobiliários admitidos à negociação; e

V – na abertura de cada pregão diário, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de referência ou de ajuste e de fechamento, bem como as quantidades negociadas no pregão anterior.

§1º O conteúdo, meios e periodicidade da informação a ser publicamente prestada devem ser os adequados às características de cada mercado, ao nível de conhecimento dos investidores e à composição dos vários interesses envolvidos.

§2º A CVM pode exigir a alteração das regras relativas à divulgação de informações quando verificar que não são suficientes para a proteção dos investidores.

Seção XII **Sistemas informatizados e continuidade das operações**



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 63. A entidade administradora de mercado organizado deve manter, pelo prazo de cinco anos, ou até o encerramento das investigações, quando a CVM houver comunicado sua existência à entidade administradora:

I – sistema de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas que permitam sua consulta ou reconstituição;

II – estrutura de duplicação e guarda das informações contidas nos sistemas informatizados; e

III – plano de contingência apto a assegurar o funcionamento do mercado organizado em situações de ruptura ou de emergência.

§ 1º A entidade administradora deve submeter anualmente à CVM o relatório de auditoria de seus sistemas, comprovando sua adequação ao disposto neste artigo, inclusive quanto aos procedimentos aptos a assegurar a continuidade conforme o plano referido no inciso III.

§2º A CVM pode determinar a realização de auditorias extraordinárias específicas, se houver indício de que os mecanismos adotados não estão atendendo, ou podem não vir a atender, às suas finalidades.

Seção XIII

Medidas Cautelares

Art. 64. A entidade administradora de mercado organizado, independentemente do processo subsequente, e com o objetivo de assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado, bem como o de preservar elevados padrões éticos de negociação, em decisão fundamentada, sem prejuízo do exercício dos poderes atribuídos por lei à CVM e daqueles atribuídos ao Departamento de Auto-Regulação, tem competência, por decisão do Diretor Geral, para:

I – decretar o próprio recesso, em caso de grave emergência, comunicando o fato imediatamente à CVM;

II – suspender, provisoriamente, pessoa autorizada a operar, quando a proteção dos investidores assim o exigir, comunicando, de imediato, a ocorrência à CVM, ao Banco Central do Brasil e ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação;

III – impedir a realização de certas operações em seus ambientes de negociação, quando existirem indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares; e

IV – cancelar negócios realizados ou suspender a sua liquidação, ou solicitar à entidade de compensação e liquidação a suspensão, nos casos de operações em que haja indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares.

CAPÍTULO VI

MERCADOS DE BOLSA



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

Seção I

Características

Art. 65. Consideram-se mercados de bolsa aqueles que:

I - funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou

II - permitem a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que:

(a) a atuação desse intermediário seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação;

(b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo intermediário; e

(c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio.

Parágrafo único. Considera-se sistema centralizado e multilateral aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema.

Seção II

Pedido de registro

Art. 66. O pedido à CVM de autorização para funcionamento da bolsa deve ser instruído com os documentos e informações listados no Anexo II, e na forma prevista no Capítulo VIII.

Parágrafo único. A CVM pode solicitar ao pretendente à autorização elementos e informações complementares, bem como realizar as investigações que considerar necessárias.

Seção III

Telas de acesso à negociação em bolsas estrangeiras

Art. 67. A bolsa estrangeira que desejar instalar no Brasil, em instituições integrantes do sistema de distribuição, telas de acesso aos seus sistemas de negociação, deve obter prévia autorização da CVM, que será concedida desde que o pretendente à autorização:

I – seja reconhecido como bolsa, e esteja devidamente autorizado a operar como tal, em seu país de origem;

II – esteja sujeito à supervisão da autoridade reguladora de mercado de capitais de seu país de origem, com a qual a CVM mantenha convênio ou acordo de cooperação internacional ou que seja signatária do

Memorando Multilateral de Entendimentos da Organização Internacional de Comissões de Valores – OICV/IOSCO; e

III – os requisitos exigidos para autorização e funcionamento de bolsas no país de origem do pretendente sejam, no mínimo, substancialmente equivalentes aos previstos nesta Instrução.

§1º As negociações com valores mobiliários por meio dos sistemas de negociação de que trata o **caput** deste artigo são restritas a investidores qualificados, assim considerados:

I – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

II – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

III – pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais);

IV – fundos de investimento destinados a pessoas que preencham os requisitos previstos no inciso III deste parágrafo;

V – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VI – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios; e

VII - empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras de fundos para investidores qualificados, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

§2º O procedimento para concessão, cancelamento ou alteração da autorização prevista neste artigo deve observar o disposto no Capítulo VIII.

Art. 68. A bolsa estrangeira deve enviar à CVM:

I – quando do protocolo do pedido de autorização:

a) documentação comprobatória do atendimento aos requisitos do art. 67 incisos I, II e III;

b) indicação da pessoa residente no país com poderes para receber intimações e citações, em nome da bolsa estrangeira;

c) relação e descrição dos valores mobiliários admitidos à negociação, com indicação do emissor, quando couber.

II – tão logo esteja disponível, a relação dos intermediários brasileiros autorizados a operar em seus mercados, bem como de seus representantes;



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

III – anualmente, no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento do exercício social:

- a) relação de intermediários brasileiros admitidos, suspensos ou excluídos no período;
- b) descrição sobre eventuais mudanças nos padrões de governança da bolsa, no exercício de suas funções de auto-regulação e alterações relevantes na composição da sua administração ou controle acionário;
- c) relatório descritivo das inspeções e demais procedimentos investigativos envolvendo os intermediários brasileiros, realizados no período;
- d) mudanças relevantes na regulamentação que discipline a autorização e o funcionamento da bolsa em seu país de origem;

IV – mediante solicitação da CVM, no prazo de 10 (dez) dias contados do recebimento do pedido:

- a) dados sobre as operações realizadas, inclusive com a identificação dos beneficiários finais;
- b) descrição de critérios de cálculo de margens exigidas, garantias e demais informações ligadas ao risco dos participantes e à compensação e liquidação das operações realizadas;
- c) descrição das características dos valores mobiliários admitidos à negociação;
- d) informações sobre processos, investigações e inspeções em andamento, envolvendo intermediários ou investidores brasileiros;

V – no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da confirmação da existência de indícios, a descrição das irregularidades envolvendo investidores ou intermediários brasileiros.

Art. 69. A autorização de que trata o art. 67 depende, ainda, da suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na bolsa estrangeira, bem como de seus emissores, quando for o caso, que estiverem disponíveis na página do pretendente à autorização ou de terceiro, desde que de forma centralizada, na rede mundial de computadores.

§1º Na aferição da suficiência e qualidade das informações de que trata o **caput** a CVM deve considerar, entre outras características julgadas relevantes:

I – se se trata de um contrato derivativo cujo ativo subjacente possua características homogêneas, produzido e cotado em escala internacional; e

II – o padrão contábil em que são elaboradas as demonstrações financeiras dos emissores dos ativos negociados.

§2º A autorização para instalação da tela de negociação implicará dispensa de registro dos emissores e dos valores mobiliários nela negociados, podendo a autorização ser limitada a ativos e emissores específicos ou a segmentos de negociação.

Seção IV

Autorização para operar em Bolsa

Art. 70. A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado de bolsa depende de autorização da entidade administradora.

Art. 71. A indicação sobre a denominação e o endereço da pessoa que pretenda obter autorização para operar, bem como os nomes de seus administradores, se for o caso, devem ser divulgados na página da rede mundial de computadores da bolsa e no seu boletim oficial, bem como através de outros meios determinados no estatuto ou regulamento, que deve dispor também sobre prazos e formas de manifestação de objeções ao candidato por outras pessoas autorizadas a operar e sócios.

Art. 72. Nos 15 (quinze) dias subseqüentes ao término do período referido no artigo anterior, o Conselho de Administração ou o Diretor Geral, conforme dispuser o estatuto da bolsa, deve decidir sobre o pedido de autorização para operar.

§1º O candidato que tiver seu pedido de autorização denegado pode pedir revisão da negativa, na forma que dispuser o estatuto, devendo ser apresentada justificativa para a decisão finalmente adotada.

§2º A decisão final da bolsa deve ser comunicada imediatamente à CVM.

Seção V

Regras de negociação

Art. 73. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente:

I – a regular, adequada e eficiente formação de preços;

II - a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e

III – a disseminação pública das cotações e operações envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes.

Parágrafo único. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação.

Art. 74. As regras de negociação da bolsa devem:

I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes;

II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento;

III – garantir a observância, em seus ambientes, de práticas equitativas; e

IV – fixar as variações de preços e quantidades ofertadas, em seu ambiente de negociação que for caracterizado como centralizado e multilateral, que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação, bem como os procedimentos operacionais necessários para quando tais variações forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela CVM em regulamentação específica.

Seção VI

Controle de risco das atividades

Art. 75. As bolsas devem manter sistemas de controle de risco apropriados ao monitoramento dos riscos inerentes às suas atividades, bem como ao cumprimento das disposições desta Instrução.

§1º Os sistemas de controle de risco devem definir os procedimentos adequados para assegurar:

I – o cumprimento das regras prudenciais que tenham sido estabelecidas para o funcionamento do mercado;

II - o funcionamento regular e a segurança de seus sistemas informatizados;

III – o cumprimento de seus deveres de informação; e

IV – o funcionamento de mecanismos adequados para identificar, gerir e atenuar os riscos significativos ao funcionamento da entidade administradora.

§2º Anualmente, deve ser elaborado relatório sobre os sistemas de controle de risco referidos no **caput**, o qual será submetido à aprovação do Conselho de Administração da entidade administradora do mercado de bolsa, ouvido o Comitê de Auditoria, e enviado à CVM no prazo de 5 (cinco) dias úteis após a aprovação pela assembléia geral ordinária.

Seção VII

Divulgação de informações

Art. 76. A bolsa deve tornar públicas de forma contínua, ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso.

Parágrafo único. O resumo das operações realizadas na bolsa deve constar no seu boletim diário de informações, que deve ser disponibilizado em sua página na rede mundial de computadores.

Seção VIII

Mecanismo de ressarcimento de prejuízos

Art. 77 A bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores, respeitado o limite estabelecido nesta Instrução, o ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de pessoa autorizada a operar, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa e aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

I - inexecução ou infiel execução de ordens;

II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários;

III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;

IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;

V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e

VI - encerramento das atividades.

§1º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos previsto neste capítulo aplica-se apenas às operações com valores mobiliários.

§2º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos pode ser mantido pela própria entidade administradora da bolsa, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim.

Art. 78. A bolsa deve baixar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, contendo no mínimo o seguinte:

I – descrição da forma de organização e designação de seus administradores, quando couber;

II – descrição detalhada da forma de indenização aos reclamantes, dos prazos de pagamento e da forma de correção dos valores;

III – procedimentos e prazos para análise dos pedidos de indenização, que não podem exceder 90 (noventa) dias entre o pedido de indenização e a decisão da bolsa a respeito;

IV - as instâncias responsáveis pela condução do processo e pela decisão final;

V– origem dos recursos;

VI – valores mínimo e máximo do patrimônio ou montantes mínimo e máximo alocados para o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, os quais devem ser fundamentados na análise dos riscos inerentes à sua atividade, bem como os critérios de rateio em caso de insuficiência do patrimônio;

VII – política de aplicação dos recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e



VIII – forma e prazo de reposição ao mecanismo, pela pessoa autorizada a operar que deu causa à reclamação, do valor pago ao reclamante, bem como a penalidade prevista pelo descumprimento desta obrigação.

Art. 79. O regulamento, bem como suas alterações posteriores, devem ser previamente aprovados pela CVM, observando-se o procedimento previsto no art. 117.

Subseção I **Reclamação ao Mecanismo**

Art. 80. O investidor poderá pleitear o ressarcimento do seu prejuízo por parte do mecanismo instituído para esse fim, independentemente de qualquer medida judicial ou extrajudicial, no prazo de 18 (dezoito) meses, a contar da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido.

Parágrafo único. O valor máximo proporcionado pelos recursos oriundos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos será de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) por investidor reclamante em cada ocorrência a que se refere o **caput**, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores.

Art. 81. O pedido de ressarcimento será formulado, devidamente fundamentado, à entidade administradora de mercado de bolsa em que o intermediário a quem tiver sido dada a ordem ou entregue numerário, valores mobiliários ou outros ativos seja pessoa autorizada a operar.

§1º Quando o intermediário for pessoa autorizada a operar em mais de uma bolsa, o pedido de ressarcimento deve ser dirigido àquela em que tenha ocorrido a operação que deu causa à reclamação.

§2º No caso de repasse da ordem, se não houver responsabilidade da sociedade que a repassou, cabe a esta, em conjunto com o investidor, pleitear o ressarcimento do prejuízo.

Art. 82. A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, contendo, no mínimo:

I – os seus fundamentos;

II – valor e condições de pagamento da indenização devida ao reclamante; e

III – a indicação da instituição responsável pelo prejuízo que enseja ressarcimento.

§1º A decisão contrária ao reclamante deve ser submetida à CVM, no prazo de 10 (dez) dias, facultando-se ao reclamante a apresentação de seu próprio recurso, no prazo de 15 (quinze) dias contados da data em que for cientificado da decisão.

§2º Da decisão que conceder a indenização cabe recurso, com efeito suspensivo, à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias, a contar da ciência da decisão.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 83. A CVM deve conceder direito de defesa a quaisquer das partes durante o julgamento dos recursos a que se referem os §§ 1º e 2º do art. 82, podendo determinar a realização de novas diligências e, inclusive, a tomada de depoimentos.

§1º A decisão da CVM deve ser exarada no prazo de 90 (noventa) dias, a contar do recebimento do recurso, observados os requisitos estabelecidos no art. 82 e seus incisos.

§2º A realização de novas diligências determinadas pela CVM suspende o prazo a que se refere o §1º.

Art. 84. A discussão em torno do direito de regresso contra a pessoa autorizada a operar, que tenha dado causa aos prejuízos objeto do ressarcimento devido ao reclamante, não pode obstar o pagamento ao reclamante, no prazo previsto no regulamento.

§1º No caso de a pessoa autorizada a operar referida no **caput** ajuizar demanda judicial com o propósito de elidir a sua responsabilidade, visando ou não a obstar o pagamento ao reclamante, a entidade administradora de mercado de bolsa deve comunicar, de imediato, a ocorrência à CVM, informando se há medida liminar ou tutela antecipada concedida, bem como fornecendo toda a documentação pertinente.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a bolsa deverá utilizar todos os meios e recursos disponíveis para assegurar a efetividade das decisões proferidas no curso do procedimento ora regulado.

Art. 85. A CVM deve, quando houver conflito entre bolsas quanto à responsabilidade dos respectivos mecanismos de ressarcimento, determinar qual deles será responsável.

Art. 86. A descontinuidade ou término do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com ou sem distribuição de recursos aos seus contribuintes, depende de prévia aprovação da CVM.

Parágrafo único. A aprovação deve ser dada mediante a demonstração de que não mais subsiste a finalidade da constituição do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, bem como de que não é mais possível a formulação de reclamação a ele, devendo ser comprovado, outrossim, que todos os débitos pendentes foram quitados e que os procedimentos administrativos específicos estão encerrados.

Subseção II **Escrituração**

Art. 87. O patrimônio ou recursos vinculados ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ter escrituração própria e especial, para assegurar a sua destinação exclusiva.

Art. 88. Ao final de cada exercício social, a bolsa, com base nos registros contábeis e documentos relativos ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos, deve elaborar as demonstrações financeiras, que serão auditadas por auditor independente registrado na CVM, e colocadas à disposição na página da bolsa na rede mundial de computadores.

Parágrafo único. Devem ser encaminhadas mensalmente, à CVM, demonstrações financeiras não auditadas do mecanismo.

Subseção III

Despesas da Administração

Art. 89. Com a finalidade de ressarcir-se das despesas essenciais ao funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, a entidade administradora de mercado de bolsa pode cobrar, por sua administração, taxa aprovada previamente pela CVM.

Subseção IV

Divulgação

Art. 90. A bolsa deve divulgar amplamente aos investidores a existência, os objetivos e o modo de funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

CAPÍTULO VII

MERCADOS DE BALCÃO ORGANIZADO

Seção I

Características

Art. 91. A classificação como mercado de balcão organizado admitirá uma ou mais das seguintes características:

I – funcionamento regular como sistemas centralizados e multilaterais de negociação, definidos nos termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;

II – permissão para a execução de negócios, não sujeitos à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte intermediário que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;

III – destinar-se apenas ao registro de operações previamente realizadas.

Art. 92. A negociação e o registro de operações previamente realizadas em mercado de balcão organizado podem ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que, nos termos previstos no regulamento, a execução e liquidação da operação sejam asseguradas contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado ou pela compensação bilateral entre as partes da operação.

Seção II

Regras de negociação e de registro

Subseção I

Sistemas de negociação



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

Art. 93. O mercado de balcão organizado que proporcione ambientes ou sistemas de negociação deve assegurar que eles sejam adequados à realização, por pessoas autorizadas a operar, de operações com valores mobiliários.

Art. 94. Os ambientes ou sistemas de negociação do mercado de balcão organizado deverão possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente, a regular, a adequada e eficiente formação de preços, e a pronta realização e registro das operações realizadas.

Art. 95. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deverá se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação.

Art. 96. Quando se tratar de mercado em que sejam contrapartes formadores de mercado, conforme descrito no inciso II do art. 91, a atuação desse intermediário deverá ser regulada pelo mercado de balcão organizado, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo órgão do mercado encarregado da fiscalização e supervisão das operações.

Art. 97. As regras de negociação do sistema de negociação do mercado de balcão organizado devem:

I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes;

II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; e

III – garantir a observância, em seus ambientes, de práticas equitativas.

Subseção II

Sistemas de registro

Art. 98. As regras e procedimentos do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro devem permitir à entidade administradora identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.

Art. 99. Os registros de operações previamente realizadas devem ser feitos por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a existência de regras que autorizem a recusa de registro de negócios discrepantes.

Seção III

Pedido de Registro

Art. 100. O pedido à CVM de autorização para funcionamento do mercado de balcão organizado deve ser instruído com os documentos e informações listados no Anexo III e deve observar os procedimentos previstos no Capítulo VIII.

Parágrafo único. A CVM pode:

I – solicitar ao requerente elementos e informações complementares, bem como realizar as investigações que considerar necessárias; e

II – dispensar a apresentação de documentos e informações constantes do Anexo III quando elas não se mostrarem justificáveis pela ponderação, entre outros, dos seguintes fatores:

- (a) exigüidade da estrutura da entidade administradora;
- (b) número de pessoas autorizadas a operar;
- (c) número e natureza dos investidores que tenham acesso ao mercado de balcão organizado;
- (d) volume de negócios; e
- (e) porte e relevância do mercado.

Seção IV

Organização dos Mercados de Balcão Organizado

Art. 101. Exceto quando diversamente previsto no estatuto, não são aplicáveis às entidades administradoras de mercado de balcão organizado:

I – as limitações à aquisição de participação no patrimônio ou capital social de que tratam os arts. 33 e 34, assegurada, entretanto, a existência de instrumentos legais que assegurem o exercício do poder de polícia da CVM sobre os acionistas, administradores e pessoas autorizadas a operar;

II – a obrigatoriedade de existência do Comitê de Auditoria de que trata o art. 27.

Art. 102. O Conselho de Administração da entidade administradora de balcão organizado deve ser composto por, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento) de conselheiros independentes, como definido pelo art. 26.

Art. 103. Sem prejuízo do disposto nos arts. 101 e 102, a CVM pode fixar limites ao exercício do direito de voto em entidade administradora de balcão organizado ou decidir pela aplicação de requisitos de independência a seus administradores, aplicando-se, neste caso, os critérios de análise estabelecidos no inciso II, parágrafo único, do art. 100.

Seção V

Autorização para operar em mercado de balcão organizado

Art. 104. A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado de balcão organizado depende de autorização da entidade administradora, aplicando-se o disposto nos arts. 70 a 72.

Seção VI **Divulgação de informações**

Art. 105. A entidade administradora do mercado de balcão organizado deve tornar disponíveis informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário.

§1º As informações referidas no **caput** podem ser ou não divulgadas de forma contínua durante os pregões, bem como de forma individualizada ou agrupada por conjunto de operações, devendo a política de divulgação da entidade ser previamente aprovada pela CVM, que pode autorizar a divulgação diferida ou agrupada das informações referidas dependendo:

- I – do modelo de mercado de balcão organizado;
- II – do grau de padronização do ativo ou contrato negociado;
- III – do fato de tratar-se ou não de segmento de mercado para grandes lotes; e
- IV – do tipo de investidor que tenha acesso ao segmento ou ao mercado.

§2º O resumo das operações realizadas no mercado de balcão organizado deve constar no seu boletim diário de informações, que será disponibilizado em sua página na rede mundial de computadores.

§3º Quando se tratar de mercado de registro, a política de divulgação de que trata o § 1º poderá dispor sobre formas e conteúdos alternativos de divulgação de operações que, a juízo da CVM, produzam efeito semelhante aos referidos neste artigo.

Seção VII **Fiscalização e Supervisão dos Mercados de Balcão Organizado**

Art. 106. O mercado de balcão organizado deve manter órgãos encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas em seus ambientes e sistemas, e das pessoas autorizadas a nele operar, observando-se quanto a esses órgãos os princípios da independência e da autonomia previstos no art. 37.

Parágrafo único Os órgãos de fiscalização e supervisão referidos no **caput** devem elaborar e enviar à CVM os relatórios a que se referem os arts. 44 e 45, na forma e nos prazos ali definidos.

Art. 107. A CVM deve avaliar, em cada caso, a estrutura destinada ao desempenho das funções previstas nesta Seção, podendo determinar as alterações que se fizerem necessárias para garantir a confiabilidade do mercado em questão, valendo-se, para tanto, dos critérios de análise descritos no parágrafo único, inciso II, do art. 100.

Seção VIII **Mecanismo de ressarcimento de prejuízos**

Art. 108. Não é obrigatória a existência, em mercado de balcão organizado, do mecanismo de ressarcimento de prejuízos previsto na Seção VIII do Capítulo VI.

Parágrafo único. A entidade administradora de mercado de balcão organizado deve dar divulgação destacada, em todos os seus documentos e comunicações destinadas ao público investidor, bem como em suas ações publicitárias, à inexistência do mecanismo de ressarcimento referido no **caput**.

CAPÍTULO VIII PROCEDIMENTOS

Seção I

Procedimento de Autorização para funcionamento como Entidade Administradora de Mercado Organizado

Art. 109. O pedido de autorização para funcionamento como entidade administradora de mercado organizado deve ser formulado mediante a apresentação de requerimento instruído com os documentos descritos no Anexo I, e necessariamente acompanhado de pedido de autorização para funcionamento de mercado organizado, instruído com os documentos descritos no Anexo II, quando se tratar de mercado de bolsa, ou no Anexo III, quando se tratar de mercado de balcão organizado.

§1º A autorização será considerada automaticamente concedida se o pedido não for denegado pela CVM dentro de 90 (noventa) dias a contar do protocolo de sua entrega.

§2º O prazo a que se refere o **caput** pode ser interrompido uma única vez se a CVM solicitar ao requerente documentos e informações adicionais relativos ao pedido de autorização, passando a fluir prazo de 90 (noventa) dias, a partir do cumprimento das exigências, para a manifestação final da CVM.

§3º Para o atendimento das eventuais exigências a que se refere o § 2º deve ser concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias.

Seção II

Procedimento de Autorização para funcionamento de Mercado Organizado

Art. 110. O pedido de autorização para funcionamento de mercado organizado deve ser formulado em conjunto com o pedido da entidade administradora, na forma do art. 109, ou por entidade administradora autorizada mediante a apresentação de requerimento instruído com os documentos descritos no Anexo II, quando se tratar de mercado de bolsa, e no Anexo III, quando se tratar de mercado de balcão organizado.

§1º A autorização deve ser considerada automaticamente concedida se o pedido não for denegado pela CVM dentro de 90 (noventa) dias, quando se tratar de mercado de bolsa, ou 60 (sessenta) dias, quando se tratar de mercado de balcão organizado, a contar do protocolo de sua entrega.

§2º O prazo a que se refere o **caput** pode ser interrompido uma única vez se a CVM solicitar ao requerente documentos e informações adicionais relativos ao pedido de autorização, passando a fluir prazo

de 60 (sessenta) dias, quando se tratar de mercado de bolsa, e 45 (quarenta e cinco dias), quando se tratar de mercado de balcão, a partir do cumprimento das exigências, para a manifestação final da CVM.

§3º Para o atendimento das eventuais exigências a que se refere o §2º será concedido prazo não superior a 45 (quarenta e cinco) dias.

Seção III

Disposições Comuns às Seções Precedentes

Art. 111. As autorizações de que tratam os arts. 109 e 110 devem ser denegadas caso:

I – o pedido não esteja instruído com os elementos necessários à sua apreciação, ou caso não sejam entregues os elementos e informações complementares solicitados;

II – sejam identificadas informações falsas ou inexatas nos documentos apresentados com o pedido, quando, pela sua extensão ou conteúdo, se mostrarem relevantes para apreciação do pedido de autorização;

III – o requerente não disponha dos meios humanos, técnicos e materiais, ou dos recursos financeiros adequados à administração do mercado ou ao atendimento do disposto nesta Instrução; ou

IV – não sejam atendidas, em sua substância, as exigências formuladas pela CVM, ou seja verificado que não foram observados os requisitos e condições estabelecidos nesta Instrução para constituição e funcionamento do requerente, no caso do art. 109, ou para funcionamento do mercado, no caso do art. 110.

Parágrafo único. As denegações de que trata este artigo são passíveis de recurso ao Colegiado, na forma e no prazo estabelecidos na regulamentação em vigor.

Art. 112. A CVM pode submeter a eficácia da autorização que vier a conceder para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, ao implemento de eventos futuros, descritos na decisão que conceder a autorização, a qual também deve indicar o prazo máximo para a ocorrência dos referidos eventos, findo o qual, se não forem implementados, a autorização deixará de vigorar.

Art. 113. As autorizações para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, devem ser concedidas pela Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários – SMI, mas somente produzem efeito no prazo de 15 (quinze) dias após sua comunicação.

§1º No prazo máximo de 7 (sete) dias após a concessão da autorização pela SMI, deve ser realizada reunião do Colegiado, na qual o Superintendente exporá em resumo os principais aspectos do processo de autorização, devendo o Colegiado confirmar a autorização concedida, ou, no prazo máximo de 10 (dez) dias, formular exigências adicionais ao requerente, ou revogar a decisão de autorização.

§2º No caso de o Colegiado formular novas exigências, como previsto no §1º, o prazo para seu cumprimento não pode ser superior a 20 (vinte) dias, findos os quais o Superintendente deve informar ao

Colegiado o resultado do cumprimento das exigências, e o Colegiado decidirá, no prazo máximo de 5 (cinco) dias, confirmando a autorização, com ou sem emendas ou condições suspensivas, ou revogando-a.

§3º Ao formular as exigências iniciais o pedido de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, o Superintendente as enviará ao Colegiado, para conhecimento, dando conta do estágio do processo na primeira reunião ordinária do Colegiado realizada após o envio da informação.

§4º O procedimento de que tratam as seções precedentes aplica-se também à autorização de telas de acesso à negociação em bolsa estrangeira prevista no art. 67.

Art. 114. Na análise dos pedidos de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, a CVM deve privilegiar o atendimento substancial das normas desta Instrução, sempre que as finalidades de tais normas puderem ser alcançadas por meios alternativos, e substancialmente menos onerosos, que os aqui estabelecidos.

Seção IV

Procedimento de Cancelamento de Autorização para funcionamento de Entidade Administradora de Mercado Organizado ou para funcionamento de Mercado Organizado

Art. 115. A autorização para funcionamento de entidade administradora ou para funcionamento de mercado organizado pode ser cancelada:

I – a pedido da entidade administradora de mercado organizado, por meio de requerimento contendo suas justificativas, juntamente com cópia da ata da assembléia geral que houver deliberado sobre a matéria;

II – pelo Colegiado da CVM, após processo administrativo em que sejam assegurados o contraditório e a ampla defesa, nas seguintes hipóteses:

(a) se for constatado que a autorização para funcionamento foi obtida mediante declarações falsas ou outros meios ilícitos;

(b) se, em razão de fato superveniente devidamente comprovado, ficar evidenciado que a entidade ou o mercado autorizados não mais atendem a quaisquer dos requisitos e condições estabelecidos nesta Instrução para a concessão da autorização; ou

(c) se ficar comprovado que a entidade deixou de acatar determinação da CVM ou não tem capacidade para observar, e zelar pela observância, por parte das pessoas autorizadas a operar, de suas regras e contratos, bem como da lei e da regulamentação da CVM; e

III – se a entidade autorizada não iniciar suas atividades no prazo estabelecido em seu pedido de autorização.

Art. 116. O processo referido no art. 115, II, deve observar o seguinte procedimento:



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

I – a SMI, após analisar os elementos de prova que julgar necessários, deve intimar a entidade administradora do mercado organizado a apresentar resposta no prazo de 15 (quinze) dias, prorrogável por no máximo 10 (dez) dias, indicando, na intimação:

- a) que se trata de processo que pode resultar no cancelamento de autorização, na forma desta Seção;
- b) a autorização, ou autorizações, que podem ser canceladas por força do processo; e
- c) detalhadamente, as falhas ou omissões da entidade administradora, dentre as descritas no inciso II do art. 121.

II – a entidade administradora de mercado organizado, no prazo para a resposta, poderá:

- a) contestar as alegações da SMI ou justificar a desnecessidade da adoção das providências por ela determinadas; ou
- b) solicitar prazo, não superior a 60 (sessenta) dias, para cumprimento das exigências formuladas ou suprimento das deficiências apontadas pela SMI; e

III – a SMI, no prazo de 10 (dez) dias, deve decidir o feito:

- a) acolhendo as alegações da entidade administradora;
- b) concedendo o prazo solicitado para cumprimento das exigências formuladas ou suprimento das deficiências; ou
- c) cancelando a autorização para funcionamento de mercado ou da entidade administradora, conforme o caso.

§1º Da decisão referida no inciso III, (c), cabe recurso ao Colegiado, no prazo de 15 (quinze) dias, com efeito suspensivo.

§2º O Colegiado decidirá o recurso em no máximo 5 (cinco) sessões ordinárias após sua distribuição a Relator.

§3º O processo sancionador contra administradores, sócios controladores ou demais responsáveis pela entidade administradora ou pelo mercado organizado, com base nos mesmos fatos que derem origem ao processo de que trata o art. 115, não pode ser iniciado antes da decisão final deste último.

§4º O processo de que trata o art. 115 deve ser necessariamente antecedido de pelo menos uma intimação, com prazo de no mínimo 30 (trinta) dias para cumprimento, em que o Superintendente de Mercados e Intermediários indique as providências que julga necessárias por parte da entidade administradora de mercado organizado.

§5º O cancelamento de autorização para funcionamento de entidade administradora importa o cancelamento da autorização para funcionamento de todos os mercados por ela administrados.

§6º O disposto nesta seção aplica-se também à autorização de telas de acesso à negociação em bolsa estrangeira de que trata o art. 67.

Seção V

Procedimentos relativos a atos dependentes de aprovação prévia

Art. 117. Sem exclusão de outras matérias previstas nesta Instrução, estão sujeitos à aprovação prévia da CVM, para produzirem efeito:

I – as normas de funcionamento de mercados organizados, ou segmentos de mercados organizados, bem como suas alterações;

II – as alterações do estatuto social das entidades administradoras de mercado organizado;

III – as deliberações societárias e dos órgãos da administração que importem alteração substancial da organização da entidade administradora, de mercado organizado ou das atividades de auto-regulação de mercados organizados;

IV – os procedimentos a serem observados pelo Departamento e pelo Conselho de Auto-Regulação das entidades administradoras de mercados organizados na instauração e tramitação dos processos administrativos disciplinares e na celebração dos termos de compromisso de que trata o §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76; e

V – caso existente, o regulamento disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos (art. 78).

§ 1º Nas matérias de que trata este artigo, o prazo para aprovação pela CVM é de 20 (vinte) dias úteis contados da data de apresentação do respectivo requerimento ou da alteração do estatuto social, conforme o caso, ou da prestação de esclarecimentos ou informações complementares solicitados pela CVM.

§2º Após o cumprimento de exigências, que poderão ser formuladas uma única vez, com prazo máximo de 10 (dez) dias úteis para cumprimento, a CVM terá prazo de 10 (dez) dias úteis para se manifestar, contados da apresentação do respectivo requerimento ou da prestação de esclarecimentos ou informações complementares solicitadas.

§3º Caso a CVM não se manifeste sobre o pedido ou o cumprimento das exigências nos prazos referidos nos §§ 1º e 2º deste artigo, os documentos apresentados serão considerados aprovados.

Seção VI

Procedimento para aprovação de publicidade não institucional

Art. 118. O procedimento para aprovação prévia de publicidade não institucional, como definida no art. 8º, é o seguinte:



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

I - a entidade administradora deve apresentar requerimento instruído com versões integrais das peças publicitárias que pretender divulgar, explicando as finalidades do produto ou serviço, e indicando as razões pelas quais considera que:

a) o conteúdo das referidas peças não subestima o risco envolvido nas operações com o produto ou serviço; e

b) foram atendidos, nas referidas peças, os princípios de clareza, completude e veracidade da informação.

II - a CVM deve se manifestar em no máximo 5 (cinco) dias úteis após a apresentação do material publicitário completo, e no mesmo prazo após o cumprimento de exigências, que podem ser formuladas uma única vez, com prazo máximo de atendimento de 10 (dez) dias úteis; e

III - caso a CVM não se manifeste sobre o pedido ou o cumprimento das exigências no prazo estabelecido no inciso II, o material publicitário deve ser considerado aprovado, e pode ser veiculado.

CAPÍTULO IX COMPETÊNCIA DA CVM

Art. 119. Além das competências descritas nesta Instrução, a CVM pode, em relação a quaisquer dos mercados regulamentados de que trata esta Instrução:

I – suspender a execução de normas adotadas pelos mercados organizados, se julgadas inadequadas ao seu funcionamento, e determinar a adoção daquelas que considere necessárias;

II – sustar a aplicação de decisões tomadas pelos mercados organizados, no todo ou em parte, especialmente quando se trate de proteger os interesses dos investidores;

III – cancelar os negócios realizados em mercados regulamentados, ou determinar às entidades de compensação e liquidação a suspensão da sua liquidação, nos casos de operações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares;

IV – decretar o recesso de mercado organizado, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente;

V – suspender ou cassar, por meio de processo administrativo, a autorização de funcionamento do mercado organizado, nos casos de grave infração, assim definidos pela CVM;

VI – determinar ao mercado organizado, em caráter preventivo, o imediato afastamento de conselheiros ou diretores quando houver indício de cometimento de infração incompatível com o exercício do cargo para o qual tenham sido eleitos ou nomeados, até a conclusão do respectivo processo administrativo, que deve ser concluído na CVM no prazo de cento e vinte dias contados da apresentação das defesas, após o que o administrador em questão pode ser reintegrado em suas funções, se for o caso;

VII – determinar ao mercado organizado a suspensão das atividades de membros e pessoas autorizadas a operar, que estejam relacionadas aos negócios realizados em seus ambientes e sistemas, ou o imediato afastamento de seus administradores do exercício de funções nesse âmbito, quando houver indício de cometimento de infração incompatível com o exercício de sua atividade em mercado organizado, até a conclusão do respectivo processo administrativo, que deve ser concluído no prazo de 120 (cento e vinte) dias;

VIII – determinar o refazimento das demonstrações financeiras da entidade administradora de mercado organizado que estiverem em desacordo com a Lei nº 6.404/76 e regulamentação aplicável;

IX – apurar a responsabilidade, por meio de processo administrativo, da entidade do mercado organizado que não tenha providenciado a recomposição dos recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, quando existente, no prazo de 60 (sessenta) dias, contados a partir do dia em que esse saldo tenha se tornado inferior ao valor mínimo fixado no regulamento;

X - recusar a aprovação das regras ou procedimento, ou deles exigir alterações, sempre que, por decisão fundamentada, as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar.

Art. 120. O descumprimento às normas desta Instrução configura infração grave para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

CAPITULO X DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Seção I Notificações Judiciais

Art. 121. As notificações judiciais referentes a valores mobiliários ou outros ativos destruídos, desaparecidos ou indevidamente retidos devem ser arquivadas pelas entidades administradoras do mercado organizado respectivo, de maneira a permitir fácil acesso e verificação, quando necessário, devendo ainda ser divulgadas, para conhecimento das pessoas autorizadas a operar e das demais entidades administradoras de mercado organizado, preservando-se o sigilo dos envolvidos.

Seção II Publicação dos Atos Normativos

Art. 122. Os atos normativos, resoluções e deliberações relativas aos mercados organizados devem ser publicados no boletim oficial da entidade administradora ou na sua página na rede mundial de computadores.

Seção III Adaptação à Instrução

Art. 123. As entidades administradoras de mercado organizado atualmente autorizadas a funcionar pela CVM, em caráter definitivo ou precário, deverão adaptar seu estatuto social e suas normas, e as dos



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

mercados por elas administrados, às disposições desta Instrução, no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar de sua vigência.

Parágrafo único. As autorizações precárias ou condicionais hoje existentes para entidades administradoras de mercado organizado ficam convoladas em definitivas, sem prejuízo do disposto no **caput**.

Art. 124. Ficam revogadas as Instruções CVM nº 42, de 28 de fevereiro de 1985; nº 179, de 13 de fevereiro de 1992, nº 184, de 19 de março de 1992; nº 203, de 07 de dezembro de 1993; nº 263, de 21 de maio de 1997; nº 344, de 17 de agosto de 2000; nº 362, de 05 de março de 2002; nº 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução nº 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1 a 14 e 17 da Instrução nº 243, de 1º de março de 1996; e a Deliberação nº 20, de 15 de fevereiro de 1985.

Art. 125. Esta Instrução entra em vigor 30 (trinta) dias após a data de sua publicação.

ANEXO I

DOCUMENTOS NECESSÁRIOS AO PEDIDO DE AUTORIZAÇÃO PARA FUNCIONAMENTO COMO ENTIDADE ADMINISTRADORA DE MERCADO ORGANIZADO

I – Atos constitutivos e modificações posteriores, devidamente atualizados e revestidos das formalidades legais.

II – Demonstrações financeiras consolidadas, elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404/76 e demais normas editadas pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas aos três últimos exercícios sociais.

III – Comprovação da integralização do patrimônio ou do capital social.

IV – Estudo de viabilidade que evidencie sua capacidade econômica e financeira de cumprir o objeto social, com descrição dos meios humanos, técnicos e materiais afetos ao exercício de suas atividades.

V – Relatório descritivo abordando os seguintes pontos:

(a) procedimentos, estruturas e, quando cabível, controles de risco que assegurem o atendimento às normas legais;

(b) estrutura de governança da entidade administradora;

(c) procedimentos de auditoria interna;

(d) organograma funcional da entidade administradora, contendo indicação do número de pessoas afetas a cada área ou função, bem como informação quanto ao tipo de qualificações requeridas;

(e) estrutura de fiscalização e supervisão prevista no Capítulo IV ou no art. 111, quando se tratar de entidade administradora de mercado de balcão organizado, incluindo nome e qualificações dos ocupantes de cargos executivos e, quando se tratar de entidade administradora de mercado de balcão organizado; e

(f) programa anual de auto-regulação e recursos humanos e materiais disponíveis para sua execução.

VI – Relação dos integrantes do Conselho de Administração, Diretoria, Conselho de Auto-Regulação e Diretor do Departamento de Auto-Regulação, descrevendo, para cada um deles:

(a) nome, cargo, prazo de início e término de mandato;

(b) experiência e qualificações profissionais e acadêmicas para o exercício dos respectivos cargos;

(c) documento ou declaração comprobatória do preenchimento dos requisitos exigidos por esta Instrução; e

(d) atividades e setores que estejam sob sua responsabilidade.

VII – Caso se trate de entidade administradora organizada como sociedade anônima, relatório indicando todos os acionistas que detenham, direta ou indiretamente, 5% ou mais de qualquer espécie ou classe de valores mobiliários de sua emissão. Caso se trate de bolsa organizada sob forma associativa, relatório daqueles que tenham contribuído, ou que tenham direito ao recebimento, em caso de liquidação, de 5% ou mais do patrimônio da bolsa. Em ambos os casos, deverá constar do relatório, para cada uma das pessoas ali relacionadas:

(a) denominação social completa;

(b) número de ações e outros valores mobiliários ou quantidade de títulos patrimoniais de sua titularidade;



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

- (c) participação social aproximada;
- (d) a existência ou não de vínculo de controle; e
- (e) informação sobre a existência de acordos de acionistas.

VIII – Código de Conduta para Conduta aplicável ao quadro funcional e diretivo da bolsa e aos integrantes do Departamento e Conselho de Auto-Regulação.

ANEXO II

DOCUMENTOS NECESSÁRIOS AO PEDIDO DE AUTORIZAÇÃO PARA FUNCIONAMENTO DE MERCADO DE BOLSA

I – Regulamentos, contratos e demais documentos que disciplinem:

- (a) a negociação em seus ambientes e sistemas;
- (b) a listagem, suspensão e exclusão de emissores ou de valores mobiliários admitidos à negociação; e
- (c) a admissão, suspensão e exclusão de pessoas interessadas em operar, inclusive com os critérios e condições aplicáveis em cada caso, bem como de seus representantes com acesso aos sistemas de negociação;
- (d) tarifas e emolumentos cobrados;
- (e) mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

II – Relatório descritivo abordando os meios de acesso e horários de negociação ao mercado.

III – Relatório descritivo, auditado por auditor independente registrado na CVM:

- (a) dos sistemas de negociação, de registro e de duplicação de informações;
- (b) do sistema de liquidação, e respectivo sistema de duplicação de informações, caso a bolsa seja autorizada pela CVM a executar a atividade diretamente, ou apresentação de contrato com entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM.

IV - Código de conduta aplicável às pessoas autorizadas a operar e seus representantes com acesso aos ambientes de negociação.

V – Informação sobre as sociedades coligadas ou controladas pela bolsa, ou com as quais a bolsa mantenha relação, contratual ou de outra natureza, relativa à operação dos sistemas utilizados nas negociações cursadas em seus ambientes e na liquidação dos negócios, se for o caso.

VI – Tão logo esteja disponível, relação, em ordem alfabética, de todos as pessoas autorizadas a operar na bolsa, bem como de seus representantes, incluindo as seguintes informações:

- (a) nome;
- (b) data de concessão da autorização para operar ou da permissão para atuar como seu representante com acesso aos ambientes e sistemas de negociação. Quando se tratar de pessoa física, informar o nome da instituição à qual está ligado e a natureza do vínculo mantido;
- (c) endereço e telefone da sede social;
- (d) descrição das atividades desenvolvidas pela pessoa autorizada a operar;
- (e) categoria associativa ou de autorização concedida.

VII – Tão logo esteja disponível, relação e descrição dos valores mobiliários admitidos à negociação, com indicação do emissor, quando couber.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

ANEXO III

DOCUMENTOS NECESSÁRIOS AO PEDIDO DE AUTORIZAÇÃO PARA FUNCIONAMENTO DE MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO

I – Todos os documentos exigidos no Anexo II, com exceção da letra “e” do item I.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 06/2007

CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

ANEXO IV

DOCUMENTOS A SEREM APRESENTADOS PELOS PRETENDENTES AOS CARGOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO EM MERCADOS ORGANIZADOS

I – Qualificação completa;

II – Descrição completa de sua experiência profissional, mencionando as atividades profissionais anteriormente desempenhadas, bem como as qualificações profissionais e acadêmicas;

III – Tipo de relação profissional pretendida com a entidade administradora de mercado organizado;

IV – Informações sobre processos disciplinares e judiciais em que tenha sido condenado, ainda que não se trate de decisões transitadas em julgado.