



**Assunto:** Minuta que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM

## **1. Histórico**

Este relatório analisa as manifestações recebidas durante a audiência pública nº 06/2007, da minuta de norma que tem como objetivo regulamentar os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

A minuta teve como motivação principal a ampliação da competência normativa da CVM que, a partir de 2001, passou a incluir também a disciplina completa das bolsas de valores e de mercadorias e futuros. Em relação às bolsas de valores e aos mercados de balcão organizado, a finalidade da minuta foi a de modernizar a disciplina regulatória a eles aplicável. Os dois principais aspectos que tiveram influência na elaboração da norma foram os processos de desmutualização das bolsas e a necessidade de regular mercados nos quais pode vir a ocorrer o aumento da concorrência entre os diversos ambientes e sistemas de negociação.

## **2. Escopo da minuta submetida à audiência pública**

O escopo da minuta está detalhadamente descrito no edital de audiência pública que a acompanhou. As regras propostas pela norma vão desde aspectos terminológicos que se propõe sejam adotados ou uniformizados — como no caso dos conceitos de mercados regulamentados, organizados, entidade administradora de mercado organizado e de pessoa autorizada a operar — até a disciplina de institutos importantes para a organização e funcionamento dos mercados — como é o caso da distinção entre mercados de bolsa e de balcão organizado. Entre as principais inovações da norma, destacamos as referentes aos seguintes aspectos:

- (i) organização e estrutura mínima de governança das entidades administradoras de mercados organizados;
- (ii) atividade de auto-regulação das entidades administradoras;
- (iii) distinção, por meio de uma abordagem classificatória, entre mercados de bolsa e de balcão organizado, juntamente com os tipos de organização possíveis para os mercados de bolsa e de balcão organizado;
- (iv) disciplina para autorização de instalação de telas de negociação de bolsas estrangeiras no Brasil;
- (v) substituição do fundo de garantia pelo mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com características diferentes daquelas antes previstas para o fundo;
- (vi) imposição de limitações à participação no capital de entidade administradora de mercado de bolsa; e
- (vii) criação de procedimentos específicos para concessão e cancelamento de autorizações, aplicável também à hipótese de revogação de permissões e dispensas concedidas de acordo com a minuta.

A minuta ora analisada é, sobretudo, uma iniciativa voltada à modernização e aperfeiçoamento de nosso mercado de valores mobiliários. Nos últimos anos, o mercado brasileiro, assim como os internacionais, vem atravessando mudanças profundas em seu funcionamento, seja por força dos avanços tecnológicos na transmissão de informação, seja por decorrência da alteração na estrutura de propriedade das entidades responsáveis pela sua administração.

## **2.1. Participantes.**

Participaram da audiência pública<sup>1</sup>:

- (i) Associação Nacional dos Bancos de Investimento – Anbid (“Anbid”);
- (ii) Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA (“Abrasca”);
- (iii) Associação Nacional das Corretoras de Valores, Câmbio e Mercadorias – Ancor<sup>2</sup> (“Ancor”);
- (iv) Associação Nacional das Instituições de Mercado Financeiro – Andima (“Andima”);
- (v) Banco Central do Brasil (“Bacen”);
- (vi) Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F (“BM&F”);
- (vii) Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (“Bovespa”);
- (viii) Brascan S.A. (“Brascan”);
- (ix) Câmara de Custódia e Liquidação – Cetip (“Cetip”);
- (x) Comissão Nacional de Bolsas – CNB (“CNB”);
- (xi) José Anchieta da Silva – Advogados (“JASA Advogados”);
- (xii) Petra – Personal Trader – Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Petra”);
- (xiii) Roberto Sobral – GMA-1, CVM (“Roberto Sobral”);
- (xiv) Teixeira Martins – advogados (“Teixeira Martins”); e
- (xv) Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. (“Unibanco”).

---

<sup>1</sup> Também enviou sugestões à minuta Gustavo Grebler. Embora tenham sido consideradas na análise, as contribuições do participante não foram aqui incluídas, tendo em vista terem sido enviadas depois do término do prazo da audiência, quando este relatório já estava finalizado para discussão junto ao Colegiado.

<sup>2</sup> Enviou duas manifestações, tendo em vista a prorrogação do prazo de encerramento da audiência pública.



**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

### 3. Comentários e sugestões recebidas

Este relatório aborda apenas as sugestões recebidas quanto às perguntas lançadas pela CVM no edital de audiência pública, ou decorrentes das respostas enviadas a tais perguntas, que, a juízo desta SDM, concentram os temas mais polêmicos e as escolhas regulatórias mais delicadas feitas na norma. Pretendeu-se com isso aproveitar ao máximo as contribuições recebidas, concentrando os comentários nos aspectos regulatórios entendidos como mais importantes, em relação aos quais, a bem da melhor compreensão das regras em exame, julgou-se necessário material adicional de reflexão.

Essa revisão exigiu que esta SDM se aprofundasse em questões regulatórias difíceis e polêmicas. Levando-se em conta a abrangência e multiplicidade de opiniões sobre as questões levantadas, será mesmo inevitável que existam diferenças entre as opiniões e escolhas regulatórias aqui sustentadas. Entretanto, como já dissemos no edital de audiência pública, *“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”*.

#### 3.1. Mercados organizados de bolsa e mercados de balcão organizado

A minuta posta em audiência, da mesma forma que a Lei 6.385/76, não diferenciou conceitualmente os mercados de bolsa e de balcão organizado, adotando, ao invés, uma abordagem que se pode chamar classificatória, porque toma como ponto de partida a presença, no caso concreto, de determinados atributos considerados inerentes aos mercados disciplinados pela Instrução. Em que pese a ausência da distinção conceitual, parte-se da premissa de que os mercados de bolsa deverão sempre se organizar de forma a permitir a formação pública de preços. Essa formação pública de preços não foi, entretanto, considerada como exclusiva para bolsas, podendo ser também reproduzida pelos mercados de balcão organizado. No bojo dessa classificação a norma ainda propõe, como será visto adiante, atributos privativos de mercados de balcão organizado.

No edital de audiência pública, a CVM fez as seguintes perguntas a respeito dessa abordagem classificatória:

- 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?
- 4) Que outra abordagem, além da classificatória, de cunho aberto, poderia ser adotada na diferenciação entre os mercados de bolsa e de balcão organizado?

A grande maioria dos participantes foi favorável à abordagem proposta.

A manifestação da Bovespa, por exemplo, salienta que *“pelo seu caráter atemporal, é difícil que a regulamentação dê conta, a priori, de qualquer destes aspectos [refere-se aos critérios distintos entre bolsa e balcão organizado]”* e, adicionalmente, que *“qualquer tentativa de aproximar a regulamentação da presente situação poderia ‘congelar’ o status atual e dificultar a adoção de práticas diferentes no futuro”*,



## CVM Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

sendo o risco da arbitragem regulatória menor do que o de congelamento da situação atual. Ainda segundo a Bovespa, a distinção entre bolsa e balcão organizado será sempre reconhecida pelos participantes do mercado, que verão naquela, intuitivamente, mercados mais líquidos, mais transparentes, com sistemas de formação de preços mais precisos e melhor fiscalizados que os mercados de balcão, organizado ou não. Dessa forma, seria pequeno o risco de que se requeresse o registro de bolsa sem se estar à altura de atender àquilo que o mercado entende por bolsa.

A Ancor ressalta que a abordagem da proposta confere liberdade para que os mercados se organizem da forma como julgarem conveniente e cria espaço para que, na prática, a diferenciação entre bolsa e balcão organizado possa emergir a partir de arranjos estatutários específicos.

A BM&F apóia a distinção, entendendo, entretanto, que as disposições da minuta (arts. 5º, c/c 65 e 91) já acabariam incorporando uma distinção material entre os dois tipos de mercado. Levando-se em conta, porém, que a Lei 6.385/76 optou por criar uma figura como a do balcão organizado, diferenciada do mercado de balcão não-organizado (especificidade não existente em outros sistemas), a enunciação de uma distinção conceitual rigorosa seria difícil, de forma que a abordagem classificatória da minuta estaria adequada.

Já a Cetip considera não ser essencial a explicitação de diferenças conceituais entre o mercado de bolsa e o de balcão organizado, sendo mais importante que *“sejam consideradas, para efeitos regulatórios, as diferenças operativas e funcionais existentes”*<sup>3</sup>. Ainda na opinião da Cetip, tais diferenças estariam consideradas na minuta.

Anbid e Roberto Sobral manifestaram-se contrariamente à proposta aberta da minuta. A Anbid considera que uma distinção conceitual traria maior segurança jurídica e regulatória e, adicionalmente, ajudaria na definição dos regimes fiscais aplicáveis aos mercados e a certas categorias de investidores.

Roberto Sobral entende haver diferenças não apenas conceituais, mas também de natureza operacional entre os dois mercados, e que a minuta deveria reconhecer essas características específicas, bem como se preocupar em definir previamente as funções e objetivos desse mercado. A abordagem classificatória seria aberta demais. O participante cita as diferenças constantes do item 11 do Caderno CVM nº 7, relativo aos *“mercados de balcão”*, que entende poderiam ser aproveitadas. Na opinião do participante, os mercados de balcão organizado poderiam ter a as funções de mercado de acesso à bolsa ou de recinto de registro de negociações. Naquele caso estaríamos falando de um mercado, em essência, igual ao de bolsa, cujas exigências deveriam ser as mesmas, apresentando diferenças apenas no grau dessas obrigações. No segundo caso, a regulação deveria *“possibilitar aos participantes total transparência das transações, desde a formação do preço de fechamento dos negócios e telas de operações até o acesso dos comitentes e movimentações internas das carteiras para o órgão regulador, pois a essência da função da CVM é a de prover total transparência a tudo o que diz respeito ao mercado de valores mobiliários”*.

**Comentário SDM:** Entendemos que a abordagem classificatória da minuta deve ser mantida. A nosso ver, não é possível afirmar, *a priori*, que uma abordagem classificatória produza maior ou menor nível de segurança jurídica e regulatória que

<sup>3</sup> Segundo o participante, seriam diferenças operativas *“(i) a existência de sistemas centralizados e multilaterais de negociação que preservem a delimitação e a escolha das contrapartes; (ii) a possibilidade da livre atuação de formadores de mercado; e (iii) o registro de operações previamente realizadas”*. As diferenças organizacionais estariam relacionadas à existência de departamento de auto-regulação independente.



a conceitual, como demonstram, por exemplo, as discussões que por mais de uma década tiveram lugar nos Estados Unidos a respeito do conceito de bolsa<sup>4</sup>.

A segurança jurídica é resultado de escolhas regulatórias fundamentadas, formalizadas em regras claras e aplicadas de forma consistente e previsível aos jurisdicionados. A fundamentação e clareza da escolha estão a nosso ver atendidas com a minuta, e sobre este ponto não foi recebida qualquer manifestação, ainda que se possa discordar dos critérios utilizados, como se verá mais adiante. Poder-se-ia alegar que abordagens classificatórias levam a um grau de discricionariedade maior no momento de sua aplicação. A minuta, entretanto, preocupou-se com esse ponto, seja porque listou critérios classificatórios privativos de mercados de balcão organizado — o que, como ressalta a BM&F, já incorpora uma distinção material entre estes e os mercados de bolsa — seja porque o procedimento de re-classificação (art. 6º) observa um procedimento que atende ao contraditório entre as partes.

As preocupações de natureza fiscal, a nosso ver, devem ser tratadas junto aos órgãos competentes.

A manifestação do participante Roberto Sobral só evidencia as dificuldades com a propositura de um conceito de mercado de balcão organizado. Isto porque, embora o participante fale em diferenças conceituais e de natureza operacional entre os mercados, ele próprio reconhece que, tratados como mercados de acesso aos de bolsa, os mercados de balcão organizado apresentariam, em essência, um ambiente igual ao de bolsa, com diferenças apenas no grau de suas obrigações.

Também não seria possível, a nosso ver, aproveitar o conteúdo do Caderno CVM nº 7. As principais dificuldades do tratamento conceitual decorrem em grande parte dos avanços tecnológicos que vêm aproximando as fronteiras entre os mercados de bolsa e de balcão organizado, avanços esses em estágio incipiente à época em que o Caderno foi elaborado. As demais diferenças citadas no Caderno estão aproveitadas na minuta<sup>5</sup>.

Como já antecipou o edital, a minuta fez a opção deliberada pela admissão de mercados de balcão organizado estruturados como ambientes de registro das operações efetuadas. O grau de transparência exigido deste mercado, entretanto, não

<sup>4</sup> Ver item B do edital de audiência pública. As dificuldades com a abordagem conceitual só tendem a aumentar, na medida em que as fronteiras entre os diferentes sistemas de negociação ficam menos nítidas, como exposto no edital de audiência pública. A dificuldade com a propositura de um conceito levou Ruben Lee a utilizar para as bolsas a expressão MONSTER – Market Oriented New System for Terrifying Exchanges and Regulators. In “What is an Exchange”, Oxford University Press, 1998.

<sup>5</sup> É o caso, por exemplo, da exigência de fundo de garantia (mecanismo de ressarcimento de prejuízos, na lógica da minuta) para os mercados de bolsa, mas não para os mercados de balcão organizado. Quanto aos procedimentos especiais de negociação nos casos de variações de preços e de quantidades, a minuta exige para todos os sistemas de negociação centralizados e multilaterais que a formação de preços se dê de 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. Adicionalmente, 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.



coincide com o sugerido pelo participante, e não achamos mesmo que deva coincidir. Na proposta da minuta o mercado de balcão organizado como sistema de registro apenas registra operações previamente realizadas, em negócios em que não houve formação pública de preços, ou ainda com formação de preços passiva, preservada da interferência ou crítica de preços, permitindo-se, ainda, a recusa de registro de negócios discrepantes.

Ao contrário do que diz o participante, entendemos que esse arranjo traz transparência ao mercado, uma vez que a imposição de regras de formação de preço e de interferência acabaria equiparando o funcionamento do mercado de balcão organizado ao de bolsa, com grande chance de afastar aqueles que hoje registram suas operações nesses ambientes de continuar a fazê-lo. Dito de outra forma, a imposição da transparência terminaria por eliminá-la, subtraindo do regulador informações potencialmente importantes para sua atuação fiscalizatória, além de privar os demais participantes do mercado das informações sobre tais negócios registrados, cuja existência de outra forma poderia nem ser conhecida.

O edital de audiência pública tenta explicar os benefícios dessa abordagem: *“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.”*

Relembre-se, adicionalmente, que (a) os negócios levados a registro são essencialmente bilaterais, moldados às necessidades das contrapartes e apenas registrados em mercado; e (b) a minuta exige que o registro de operações previamente realizadas seja feito 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 recusa de registro de negócios discrepantes. (art. 99).

### 3.1.1 Mercados de balcão organizado e não-organizado



Alguns participantes questionaram a inclusão, na minuta de instrução, da referência à participação dos integrantes do sistema de distribuição, a partir da qual se fez a distinção entre as operações realizadas privadamente e as realizadas de forma pública, no mercado de balcão não-organizado.

A Cetip entende que a minuta não deveria tratar do mercado de balcão não-organizado, mas apenas dos mercados de bolsa e de balcão organizado. Roberto Sobral também tem esse entendimento, ressaltando que a minuta não deveria fazer referência aos mercados de balcão não-organizado e que a abordagem classificatória antes comentada terminaria por dificultar a distinção entre mercado de balcão organizado e não-organizado.

Já a Bovespa manifestou uma preocupação de ordem mais geral, relacionada à diferença entre os mercados de balcão organizado e não-organizado. Afirma que o que diferencia estes dois mercados é a existência da função de auto-regulação. Dessa forma, *“qualquer entidade autorizada pela CVM como ‘organizadora de mercado’ deve ter regulamentos claros não só sobre o funcionamento deste mercado, mas também sobre a admissão de participantes e, principalmente, deve dispor de meios para fazer cumprir as regras estabelecidas. A condição de ‘mercado de balcão organizado’ deve ser acompanhada de uma efetiva fiscalização do seu funcionamento por parte da instituição organizadora, não importa o quão transparente seja seu modelo de funcionamento ou moderno seja o seu sistema de negociação, a atuação dos participantes deve ser fiscalizada”*.

**Comentário SDM:** Em nosso entendimento, a minuta está correta ao tratar do mercado de balcão não-organizado. Isto agrupa em uma mesma norma todos os ambientes e situações em que podem ocorrer negociações públicas com valores mobiliários, o que favorece o tratamento sistemático da matéria. Além disso, a minuta apenas trouxe para dentro de seu texto as disposições da Deliberação 20/89, não apresentando, nesse sentido, qualquer inovação.

Estamos de acordo com a Bovespa em relação à importância da auto-regulação. Com efeito, a auto-regulação constitui função essencial dos mercados organizados, como prescreve o art. 3º, §4º da minuta. Isto não deve impedir, a nosso ver, a concessão de “descontos regulatórios” aos mercados de balcão organizado — nos pontos em que se entender que isso seja possível sem prejudicar o funcionamento dos mercados (e que foram relativamente poucos ao longo da minuta) — nem a possibilidade de que seja dispensada a observância de requisitos para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora, quando estes não se mostrarem 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 adotados pela entidade (art. 9º, §4º da minuta).

### **3.1.2 Mercados organizados de bolsa e de balcão organizado: critérios de classificação**

Ainda de acordo com a minuta, um mercado organizado será considerado de bolsa ou de balcão organizado dependendo da combinação entre: (a) regras adotadas em seus ambientes e sistemas, que no caso dos mercados de bolsa sempre deverão contemplar a formação pública de preços; (b) volume operado em



**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

seus ambientes e sistemas; (c) público investidor visado pelo mercado; (d) existência ou não de sistema ou ambiente para registro de operações realizadas previamente; (e) possibilidade de atuação direta, sem a intervenção de intermediário; e (f) possibilidade de adiamento da divulgação de informações sobre as operações realizadas. Estes três últimos atributos foram considerados privativos dos mercados de balcão organizado.

No edital que acompanhou a minuta, a CVM fez as seguintes perguntas a respeito dos critérios considerados privativos dos mercados de balcão organizado, e utilizados para complementar a abordagem classificatória:

- 1) Que outros critérios poderiam ser acrescentados ao art. 5º para enunciar diferenças entre mercados de bolsa e de balcão organizado?
- 2) É apropriado entender os critérios dos incisos I, III e IV do art. 5º como privativos dos mercados de balcão organizado?

Houve manifestações contra a utilização do volume operado nos seus ambientes e sistemas e do público investidor visado pelo mercado como critério distintivo de mercado de bolsa e de balcão organizado. Adicionalmente, alguns participantes contestaram a previsão da possibilidade de acesso direto, sem intervenção de intermediário.

A Bovespa entende que os critérios são adequados à situação atual, mas chama atenção para a dificuldade de avaliar por quanto tempo permanecerão atuais ou se tornarão obsoletos em razão do avanço rápido da tecnologia de negociação.

A Andima é contra o critério do volume operado. Segundo o participante, a experiência internacional demonstraria que os volumes operados podem ser elevados tanto em mercados de bolsa quanto de balcão. *“Enquanto nestes últimos verifica-se forte atuação de instituições de grande porte, com a ocorrência de um menor número de negociações, mas de valor individual elevado, as bolsas apresentam um expressivo número de transações, contínuas, contando com maior participação de transações de varejo. Essas características estão sofrendo modificações recentemente, mas não implicam obrigatoriamente um maior ou menor volume operado conforme o mercado”*. O Unibanco também tem esse entendimento.

A Cetip pede que seja retirada a menção ao volume operado, uma vez que, nos mercados internacionais, o volume das operações no mercado de balcão organizado teria crescido em uma velocidade muito superior ao de bolsa nas últimas décadas. Da mesma forma, sustenta que o público investidor dos mercados de bolsa e de balcão organizado é o mesmo, embora o ambiente de negociação, a forma de atuação, estratégias e expectativas em cada um dos mercados sejam distintos.

A Ancor é contrária à possibilidade de existência de mercado sem intermediação. O participante entende que a proposta de eliminação da intermediação parte da premissa de que os modernos sistemas de negociação teriam tornado a figura do intermediário dispensável, de forma que o acesso direto dos investidores poderia permitir a existência de mercados com qualidade compatível com a dos atualmente existentes. Essa premissa, entretanto, ignoraria as diferenças entre as motivações do investidor e do intermediário, aquele com atuação individual e preocupado apenas com seus próprios investimentos, e este dedicado a fortalecer e criar liquidez para o mercado. Dessa forma, a eliminação do intermediário significaria suprimir a liquidez do mercado em prejuízo de todos os seus participantes. O enfraquecimento do intermediário resultaria em uma *“ínfima redução do custo representado pela intermediação”*, mas não





**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

eliminar as despesas com compensação, liquidação e custódia, que *“tenderiam a ter seu custo elevado, pois não mais estaria presente o elemento que torna todas as contrapartes atuantes no mercado iguais em idoneidade e em capacidade financeira – o corretor”*.

Após extensão do prazo da audiência pública, a Ancor apresentou nova manifestação sugerindo que se alterasse a redação da minuta para deixar expresso que só pudessem ser consideradas corretoras as pessoas jurídicas constituídas e autorizadas a funcionar de acordo com a Resolução 3.485, do Conselho Monetário Nacional, que fossem também admitidas como pessoas autorizadas a operar em mercados organizados.

A dispensa de intermediação também é considerada inadequada pela CNB. Em adição aos argumentos da Ancor, o participante chama atenção para o aspecto técnico das operações de mercado de capitais disponíveis ao público, que exigiria *“assessoramento qualificado e responsabilização profissional”*, e para as obrigações tributárias acessórias desempenhadas pelas corretoras.

Em sentido oposto, a BM&F entendeu inadequado o critério utilizado para permitir a dispensa de intermediário. Em seu entendimento, não deveria haver impedimento à criação de mercados de bolsa para ativos específicos, restritos a determinados investidores ou sujeitos a restrições, em que se permitisse o acesso direto de comitentes. A dispensa de intermediação apenas para o mercado de balcão organizado, segundo o participante, criaria um engessamento para o desenvolvimento de novas estruturas de negociação em bolsa.

**Comentário SDM:** Entendemos que os critérios de classificação devem ser mantidos. Os critérios têm a função de enunciar atributos que devem ser considerados pela CVM e pelos pretendentes a uma das categorias de registro de mercado organizado. Sob essa perspectiva, os critérios deverão sempre ser combinados entre si, diante do caso concreto, para que a classificação final seja obtida ou revista. Dessa forma, ressalvados os critérios privativos da categoria de mercado de balcão organizado, não nos parece que os demais sejam por si só determinantes.

Note-se que a possibilidade de combinação é justamente o que diferencia a abordagem classificatória da conceitual, em que, como regra, tudo o que incorpora o objeto definido está inserido no conceito. Com a fixação de critérios, passa a ser possível que o nível de regulação incidente sobre um mercado seja calibrado de acordo com as funções por ele desempenhadas para os diferentes públicos investidores.

Isso não significa, entretanto, que, com o tempo, os critérios de classificação adotados pela norma não possam vir a se mostrar inadequados, ou, como lembra a Bovespa, que o desenvolvimento tecnológico que suceda a edição da norma não os faça *“envelhecer”*. Sendo este o caso, nada impede que a CVM os reavalie.

No que diz respeito especificamente ao critério do volume, somos favoráveis à sua manutenção. O volume operado — seja no mercado como um todo, seja em um valor



mobiliário específico — é considerado por diversos reguladores como um aspecto importante para a intensidade da tutela regulatória incidente sobre seus mercados<sup>6</sup>. No entendimento desta SDM, o aumento de volume parece mesmo importante para informar as preocupações relativas ao funcionamento eficiente dos mercados e à proteção dos investidores, bem como para direcionar as prioridades da própria CVM, mais importante agora, no ambiente de supervisão baseada em risco. Evidentemente que o volume operado por um mercado organizado pode e deve ser combinado a outras características, como o público investidor visado por ele, para nortear a classificação atribuída ao mercado pela CVM, como já dito.

Foi questionado pela Cetip o próprio critério do público investidor para a classificação como mercado de bolsa ou de balcão organizado, na medida em que tanto investidores institucionais como de varejo podem se utilizar de qualquer dos modelos de mercado, dependendo de seus objetivos em negócios específicos. Ainda que investidores considerados de varejo possam, eventualmente, negociar em mercado de balcão organizado, esta situação deve ser tratada como uma hipótese ocasional, devendo ficar claro que não será admitida a estruturação de mercados de balcão organizado, com os descontos reservados a esta categoria, voltados maciçamente aos investidores de varejo.

Também não nos parece que deva ser alterada a possibilidade de dispensa de intermediário para negócios no mercado de balcão organizado. Dada a característica do público investidor a que se destina essa categoria de mercado, as desvantagens da ausência de intervenção de intermediário podem, a nosso ver, ser compensadas pela qualificação que se espera venha a ser exigida pela entidade administradora dos investidores autorizados a negociar diretamente.

Mas viu-se também, na audiência pública, manifestação de conteúdo oposto, no sentido de que a faculdade concedida a investidores de negociarem diretamente deveria ser admitida em todo e qualquer mercado. É verdade que o acesso direto aos mercados, sem intervenção de intermediário, é uma tendência mundial, além de ser um elemento importante no que diz respeito à competição. De fato, a possibilidade de existência de modelos variados de mercado, por meio dos quais os investidores possam buscar a melhor execução de suas estratégias, é benéfica à concorrência e tende a contribuir para a eficiência dos mercados em geral.

Neste ponto, entendemos que o aumento da competição deve ser um incentivo à reforma, mas que deve ser buscado com moderação em relação à atuação dos intermediários.

Não somos favoráveis à sugestão da Ancor de que só corretoras constituídas de acordo com a Resolução 3.485 pudessem ser admitidas como pessoas autorizadas a

<sup>6</sup> A SEC, por exemplo, estabelece níveis de volume operado que acentuam a intensidade das exigências regulatórias impostas aos ATS e ECNs. Quanto mais altos os volumes operados, mais as exigências aproximam o regime legal desses sistemas alternativos de negociação daquele imposto às bolsas de valores, diminuindo a possibilidade de ocorrência de arbitragem regulatória entre os dois modelos de negociação.



operar. Como destacou o edital, a abordagem da minuta procurou ser neutra em relação às pessoas jurídicas que podem ser consideradas pessoas autorizadas a operar, tendo inclusive imposto obrigações que são aplicáveis a qualquer instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que venha a ser admitida para operar em mercado organizado. Os critérios de sua admissão cabem exclusivamente às entidades administradoras, respeitados os princípios de não discriminação no acesso e de respeito à livre concorrência. Além disso, a sugestão submetida pelo participante tem como pano de fundo a diferença entre corretoras e distribuidoras, que, a nosso ver, deve ser analisada e discutida junto ao Banco Central em ocasião própria.

### 3.1.3 Mercados organizados de bolsa e de balcão organizado: possibilidade de re-classificação

Finalmente, a minuta contempla a possibilidade de que a autorização inicialmente concedida a um mercado possa ser revista ao longo do tempo. A possibilidade de reclassificação tem por objetivo evitar arbitragens regulatórias indesejáveis, sobretudo produzindo estruturas de mercado de balcão organizado cujo tamanho (e potencial impacto ao mercado) não seja compatível com o tratamento regulatório que lhes seria reservado. A esse respeito, o edital fez a seguinte pergunta:

- 1) Deveriam ser explicitados outros elementos que serão considerados pela CVM na hipótese de re-classificação? Neste caso, que critérios poderiam ser utilizados?

A BM&F manifestou-se sobre esse ponto, externando preocupação quanto à possibilidade de diferenciação — e de reclassificação de mercados — a partir de características concretas. A preocupação está relacionada ao receio de que a CVM, em sua atuação, desconsidere diferenças de conteúdo (relativas à natureza dos produtos negociados) que possam existir, e que justificariam a classificação de um mercado organizado como de balcão, por exemplo, apesar do elevado volume nele negociado. O participante então propõe que a possibilidade de reclassificação seja contextualizada, sendo utilizada apenas quando se verificar que as normas e procedimentos estabelecidos pela Instrução estejam *“sendo utilizadas para evitar a incidência de regras ou de mecanismos de proteção nela estabelecidos”*. *“Assim, fica garantida a possibilidade de reclassificação em caso de mera ‘arbitragem regulatória’ pelos agentes, como esclarecido no edital de audiência pública. Ao mesmo tempo, não mais se dá a entender que as diferenças entre bolsa e balcão seriam apenas quantitativas (de volume, por exemplo)”*.

**Comentário SDM:** Discordamos. Além da arbitragem regulatória, também enseja a possibilidade de reclassificação o surgimento de mercados de balcão organizado cujo tamanho e potencial de impacto não sejam compatíveis com o tratamento regulatório flexível que lhes foi reservado pela minuta.

Esse tratamento flexível não se justifica apenas por razões de incentivo à concorrência, mas também pelo fato de que, tradicionalmente, as negociações em mercados de balcão organizado contam com a presença de participantes com um



nível mais alto de informação e expertise financeira, a demandar, em um primeiro momento, menor intervenção regulatória, comparativamente aos mercados de bolsa<sup>7</sup>. Naturalmente, a norma não restringe a participação de investidores em mercados de balcão organizado em função de seu nível de qualificação, mas enumera o público investidor visado pelo mercado como um dos critérios que será levado em conta em caso de reclassificação.

A possibilidade de reclassificação fora das hipóteses de arbitragem regulatória evidencia que o incentivo à concorrência entre mercados, que orientou parte das escolhas regulatórias da minuta, deve manter-se equilibrado com outros objetivos igualmente importantes para a atuação da CVM.

#### 3.1.4. Internalização sistemática

A minuta não acolheu a chamada “*internalização sistemática de ordens*” como uma prerrogativa dos intermediários<sup>8</sup>. Como regra, a negociação de valores mobiliários registrados em mercado organizado deve sempre se dar em mercado organizado, salvo no caso das exceções previstas no art. 59. Assim, caso um intermediário queira administrar em seus próprios sistemas as ordens de seus clientes deve obter registro na CVM como um dos mercados organizados previstos na norma. A respeito da possibilidade de internalização, o edital levantou as seguintes dúvidas:

- 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?

Praticamente a totalidade dos participantes apoiou a vedação à internalização. De maneira geral, os participantes destacaram, como argumentos contrários à internalização: (a) redução da transparência no processo de formação de preços; (b) o atual estágio de desenvolvimento do mercado brasileiro, com poucos intermediários de escala suficiente para prestar esse tipo de serviço e ainda e submetido à forte concorrência dos mercados estrangeiros; (c) o alto investimento em tecnologia que seria necessário para a integração e supervisão eficiente dos ambientes organizados pelos intermediários, bem como das operações ali efetuadas (d) a falta de clareza, nos mercados em que a internalização é permitida e praticada, quanto aos benefícios que poderiam ser produzidos, que tendem a ser claros para os grandes investidores e intermediários, mas sob risco de que os menores investidores ficassem em um mercado organizado menos eficiente; e (e) as condições competitivas assimétricas que a internalização produziria, dado que os intermediários

<sup>7</sup> A especialização desses participantes é fruto do processo histórico de surgimento desses mercados e também teve conseqüências nos ativos que, em um primeiro momento, eram negociados nos mercados de balcão. Ver, a respeito, “Fixed Income: a New Trend Towards Centralisation of Trading on Exchanges?”, in *Revue Trimestrielle D’Economie Financiere* nº 82, Avril 2006, pp. 77-88.

<sup>8</sup> 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.



internalizadores se apropriariam dos benefícios dos sistemas de formação de preço, sem incorrer nos custos de mantê-los.

Em resumo, como afirma a BM&F, *“ainda que a internalização possa permitir a criação de novos nichos de mercado para intermediários, (...) deve prevalecer uma preocupação com a consolidação da integridade dos processos e das instituições do mercado brasileiro”*.

A Ancor faz uma diferenciação entre a função da internalização nos mercados *“dirigidos por ordens”* e nos *“dirigidos por ofertas de formadores de mercados”*. Nos primeiros, a internalização pode reduzir a liquidez e, portanto, a qualidade do mercado, não devendo ser permitida. Já nestes últimos, a internalização seria *“um instrumento fundamental para aumentar a capacidade dos formadores de mercado de promover a ordenada liquidez dos papéis que elegeram para trabalhar”*, sendo, portanto, *“providência essencial”*.

Embora concordando com a não admissão da internalização, a Andima chama atenção para a possibilidade de que mercados internalizados específicos destinados à administração de ordens de clientes pudessem ser estabelecidos, com aumento positivo da concorrência. Para esses mercados, entretanto, as regras que a minuta estabelece para as entidades administradoras e para a negociação seriam excessivas, pelo porte e especificidade de tais mercados. O participante então pede que se esclareça em dispositivo específico que a instituição que solicite registro para organização de mercados internos seja dispensada de registro (cf. art. 9º, §4º), que as exigências sejam compatíveis com o mercado administrado pela entidade e que a instituição pretendente ao registro *“assegure publicidade aos preços e negócios efetuados por meio desse mercado, da forma e nas condições dispostas pela CVM e que os dados básicos referentes às operações e partes envolvidas estejam disponíveis a qualquer tempo, possibilitando o exercício integral da supervisão por parte da CVM”*.

Apenas o Unibanco manifestou-se favoravelmente à possibilidade de internalização, sustentando que um conjunto de normas que assegurem a transparência dos negócios efetuados por meio de um mercado interno, nos termos e condições a serem propostos pelo órgão regulador e fiscalizador, seria suficiente para mitigar os impactos negativos da internalização. Sugere, dessa forma, que seja inserido dispositivo permitindo o cruzamento e a execução de ordens internamente pelos intermediários.

**Comentário SDM:** Entendemos que a proposta da minuta deve ser mantida. Não só nos parece melhor, neste momento em que importantes inovações são trazidas para a regulamentação, acompanhar o funcionamento do nosso mercado e de seus participantes sob a nova disciplina, como também é preferível observar as principais dúvidas e riscos advindos da permissão de internalização nos mercados que, recentemente, optaram por permiti-la e, ainda assim, com diferenças de tratamento importantes para valores mobiliários que não sejam ações<sup>9</sup>.

Objetivamente falando, haveria um entrave operacional ao reconhecimento da internalização no Brasil. Não há, atualmente, mecanismos que centralizem e consolidem as informações relativas às ofertas inseridas e aos negócios realizados

<sup>9</sup> Os riscos referem-se, principalmente, aos impactos negativos da internalização sobre o que se convencionou chamar de “qualidade de mercado”. V. “The MiFid and Internalisation”, Guido Ferrarini e Fabio Recine, p. 239, disponível para consulta em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=922284](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922284), acesso em 16.10.2007.



nos diferentes mercados de valores mobiliários. A transparência quanto a tais informações é importante, seja para que se possa preservar a integridade do processo de descoberta de preços, seja para que se dê ao investidor meios de verificar e fiscalizar os negócios executados por ordem sua pelos intermediários. A inexistência de um mecanismo que reúna e dissemine tais informações já pode ser sentida, ainda que com pouca intensidade, relativamente aos valores mobiliários que não sejam ações, em relação aos quais se admite a negociação simultânea em mercado organizado distinto daquele em que o emissor tem seus valores mobiliários negociados (a chamada “dupla-listagem”, atualmente prevista pela Instrução 344/00, e mantida no art. 57, §4º, da minuta). Essa ausência seria agravada a partir do momento em que os internalizadores passassem a ser tratados de forma equivalente aos mercados organizados, hipótese em que a necessidade de que enviassem informações a respeito dos negócios fechados internamente passaria a ser mais sentida.

Note-se também que, atualmente, não existe no Brasil uma disciplina mais detalhada sobre o “*dever de melhor execução*” para os intermediários. Esse dever encontra-se hoje previsto de forma indireta (decorrente do dever de atuar sempre no melhor interesse do cliente) e dispersa nas regras da CVM. Para que a possibilidade de internalização pudesse ser adotada sem prejuízo à proteção ao investidor, seria preciso que a responsabilidade dos intermediários quanto à melhor execução fosse explicitada e detalhada, uma vez que sobre ele passaria a recair o ônus de identificar as melhores condições — e o melhor local — para execução do negócio.

De tudo o que foi dito acima não decorre que a internalização seja uma opção regulatória negativa, nem que ela não possa vir a ser adotada no futuro. Tampouco se está dizendo que a CVM vá deixar de dar atenção à disciplina do dever de melhor execução (cuja utilidade ultrapassa a situação da internalização), ou que não se possa pensar em arranjos alternativos para dar transparência às informações relativas aos negócios realizados em mercados organizados. Apenas se quer dizer que os aspectos levantados acima foram analisados e superados nos países que admitiram a internalização e, mesmo nesses países, ainda não estão claras as conseqüências e benefícios advindos dessa escolha<sup>10</sup>. Pensamos, por essa razão, que ainda não é o momento de fazê-la no Brasil.

### **3.2. Conselho de Administração: composição e independência**

O Conselho de Administração é um dos órgãos obrigatórios das entidades administradoras de mercados organizados. Sem fazer diferença entre as entidades administradoras organizadas sob forma mutual e as demais, a minuta propõe que a maioria do Conselho de Administração das entidades administradoras de mercado de bolsa seja composta por integrantes independentes, proporção que fica reduzida para 25%

<sup>10</sup> O Considerando nº 5 da Diretiva MiFid diz que: “*It is necessary to establish a comprehensive regulatory regime governing the execution of transactions in financial instruments irrespective of the trading methods used to conclude those transactions so as to ensure a high quality of execution of investor transactions and to uphold the integrity and overall efficiency of the financial system*”.


**RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142**

quando se tratar de entidades administradoras de mercado de balcão organizado. Adicionalmente, veda-se que 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.

De acordo com a minuta, é 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 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. Não foram estabelecidas restrições na composição derivadas de percentuais de participação no capital ou patrimônio social da Entidade Administradora, muito embora, como se viu, os Conselheiros eleitos pelos sócios detentores de mais de 10% do capital votante não sejam considerados independentes.

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.

Foram as seguintes as perguntas dirigidas à audiência em relação a este ponto:

- 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?

A maior parte dos participantes foi favorável à composição exigida para o Conselho de Administração, inclusive no que diz respeito à quantidade de integrantes independentes, aos critérios propostos para que se apurasse a independência<sup>11</sup> e à vedação à presença de mais de um integrante do Conselho ligado à mesma pessoa autorizada a operar.

<sup>11</sup> Bovespa e BM&F têm um ponto, que será analisado mais adiante, relativo ao período mínimo de 12 meses para apuração da independência no caso específico do Diretor do Departamento de Auto-Regulação.

A Bovespa ressalta que a maioria de integrantes independentes favorecerá o debate de questões de interesse de todo o mercado, bem como o equilíbrio entre os interesses comerciais das entidades e aqueles relativos à manutenção da credibilidade do mercado. Sustenta, ainda, que o Conselho deve refletir a estrutura acionária da empresa, afastando-se regras de representação proporcional de grupos de interesses, como as que hoje existem na Resolução 2.690/00. A Bovespa é contrária, entretanto, à redução para 25% de independentes para o Conselho de Administração dos mercados de balcão organizado.

Embora não discorde da maioria de independentes, a Abrasca defende a obrigatoriedade da presença de um representante das companhias abertas, a ser indicado pela Abrasca, no Conselho de Administração das entidades administradoras dos mercados de bolsa e de balcão organizado.

A BM&F entende que a representação proporcional de diferentes grupos de interesse se justificaria nas bolsas mutualizadas, onde os grupos de interesses são limitados àquelas categorias que atuam no âmbito da bolsa e em que o Conselho de Administração atua mais diretamente nos processos especializados de regulação de mercado. Dessa forma, as exigências de independência talvez não se mostrassem adequadas às bolsas desmutualizadas, para as quais se poderia pensar em alguma regra de transição, ou na permanência do regime estabelecido na Resolução 2.690/00. Concordando com a vedação à presença de mais de um integrante do Conselho de Administração ligada a uma mesma pessoa autorizada a operar, o participante destaca que a matéria não está ligada a questões de ordem concorrencial, como afirmado no edital de audiência pública, mas à *“garantia da necessidade de diversificação dos interesses representados no Conselho de Administração e à garantia de sua independência”*.

A Cetip entende que seria difícil a admissão de Conselheiros sem vínculo com os mercados de balcão organizado. O participante ressalta que, além dos intermediários, participam diretamente das operações cursadas ou registradas no mercado de balcão organizado investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento) e empresas emissoras de ativos. Sugere então que se considere independentes os integrantes dos Conselhos de Administração desses mercados, desde que não exista vínculo direto com acionista ou cotista da entidade administradora do mercado de balcão organizado.

**Comentário SDM:** Entendemos que a proposta da minuta deve ser mantida. Na lógica da norma, parte substancial das responsabilidades impostas às entidades administradoras, independentemente de sua estrutura mutualizada ou não, é atribuída a seu Conselho de Administração. Não é incorreto dizer, nessa linha, que o Conselho de Administração funciona como a primeira linha de defesa dos interesses e dos deveres regulamentares da entidade administradora.

Esses interesses e deveres nem sempre coincidirão com os de categorias específicas de participantes do mercado organizado pela entidade. Nas situações em que esses interesses divergirem, a presença de profissionais desvinculados de grupos específicos tenderá a produzir decisões mais imparciais, na medida em que quem as toma não será diretamente afetado por suas conseqüências. A possibilidade de que as decisões do Conselho sejam mais comprometidas com o bom funcionamento dos





mercados possivelmente explicará o porquê de as principais jurisdições não adotarem o sistema de representação por categorias<sup>12</sup>.

Como destacou o edital de audiência pública, a imposição de arranjos de governança é uma das formas mais frequentes de dar tratamento aos conflitos de interesse inerentes ao funcionamento dos mercados organizados. A exigência de integrantes independentes é talvez o mais comum desses arranjos de governança, e é um que se procura aplicar indistintamente, tanto às estruturas mutualizadas como às desmutualizadas, em reconhecimento de que os conflitos de interesses são sérios o suficiente para merecerem tratamento específico em ambos os casos.

Esclareça-se, ainda, que não há nada que impeça as entidades administradoras de, voluntariamente, incluir na composição de seu Conselho de Administração a presença de integrantes ligados aos diversos setores diretamente interessados. Essa possibilidade não está vedada pela norma, desde que se observe o número mínimo de independentes e que não mais que um conselheiro mantenha vínculo com a mesma pessoa autorizada a operar, ou com a mesma entidade, conglomerado ou grupo a que pertença uma mesma pessoa autorizada a operar.

Também não concordamos com a observação da Cetip sobre a mudança de critério para apuração do vínculo de independência. A minuta não exige que os Conselheiros independentes não tenham vínculos com os mercados organizados — o que no limite, considerando que não foi especificado o que se entende por “vínculos”, parece abranger para o participante até mesmo os comitentes das operações cursadas ou registradas — mas sim com as pessoas autorizadas a nele operar e com a entidade administradora (e suas controladoras e controladas), com o administrador da controladora, com pessoa autorizada a operar e com sócio detentor de 10% ou mais do capital votante.

### **3.3. Limitações à participação no capital**

Na minuta posta em audiência, 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. 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. Na concessão dessa autorização a CVM considerará o atendimento dos requisitos estabelecidos na minuta em relação ao controlador da entidade administradora, além da relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro, da existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional, e do oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e o acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira.

O art. 35 da minuta prescreve que o descumprimento das limitações à participação no capital (sem diferenciar se se trata do limite de 10% ou do de 20%) acarreta a limitação dos direitos de voto inerentes às participações no patrimônio ou capital social, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da

<sup>12</sup> IOSCO, “Regulatory Issues Arising ...”, p. 12



entidade administradora. Tais limitações ao direito de voto não são aplicáveis às entidades administradoras de mercados de balcão organizado.

A respeito dessa questão, o edital de audiência pública fazia as 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 discricção 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?

Quanto a este ponto, a BM&F destaca que, por mais que as exigências relativas à estrutura orgânica da entidade administradora e à composição de seus órgãos de administração promovam “blindagens” voltadas a preservar o bom funcionamento dos mercados de interesses individuais ou comerciais, elas *“não criam nenhuma barreira ou mecanismo protetivo no que tange ao controle societário propriamente dito”*. Acrescenta ainda que a matéria não deve ser tratada em nível estatutário, mas sim na própria norma. Quanto ao limite da participação societária de pessoas autorizadas a operar, o participante também concorda com a proposta, embora destaque que as vedações da minuta ao exercício do poder de controle e a segregação imposta às atividades de administração e de auto-regulação tornam difícil que uma pessoa autorizada a operar que tenha adquirido parcela do capital da entidade administradora influencie a sua atuação.

A Bovespa também apoiou os limites da minuta, que considera em linha com as discussões internacionais a respeito do tema. O participante entende, contudo, que as restrições não deveriam ter sido afastadas para os mercados de balcão organizado, considerando que *“as exigências de governança elevam a qualidade da gestão das entidades administradoras”*, devendo por isso ser aplicadas indistintamente a todas as entidades administradoras de mercados organizados.

Já a Cetip considera que os limites não são importantes. Segundo o participante, a independência na atuação da entidade administradora seria fruto de sua estrutura de gestão e dos termos de seus estatutos, e não dos limites à participação em seu capital, que deveriam ser deixados à competência dos proprietários das participações. *“A título meramente exemplificativo, consideramos que seria extremamente difícil a formação de um juízo comparativo sobre as condições para a preservação do interesse público baseado na análise da estrutura do capital de duas entidades administradoras, uma com o seu capital detido por dez acionistas de igual porte, e outra cujo capital seja de propriedade de uma grande bolsa internacional”*.

**Comentário SDM:** Concordamos com manter a imposição de limites à participação no capital, em linha com os comentários favoráveis recebidos.



Considerando, entretanto, o comentário da BM&F, e, ainda, que os percentuais de restrição à participação existentes em outras jurisdições têm variado até o máximo de 15%, somos favoráveis à sua redução para este novo patamar. A redução facilitaria a ação da CVM em relação às entidades administradoras cujo capital se encontre disperso em mercado. Como se sabe, a dispersão do capital abre a possibilidade de que a vontade de acionistas detentores de percentuais reduzidos de participação acionária acabe por prevalecer nas assembléias. Diante desse cenário, os riscos que se procurou tratar com a imposição do percentual — presença de acionistas não submetidos à supervisão estatal, que não tenham vínculos com o mercado, ou cujos interesses estratégicos diverjam dos deste — fazem-se mais presentes, o que, a nosso ver, justifica sua diminuição. Os percentuais máximos de participação no capital pelas pessoas autorizadas a operar permaneceriam os mesmos (art. 34).

Discordamos do comentário da Cetip. As restrições à participação no capital estão ligadas, como se disse acima, à capacidade do acionista que superar o percentual limite de tomar decisões que poderiam ameaçar a preservação e o funcionamento adequado do mercado organizado. Independentemente de sua nacionalidade ou do percentual das participações detidas pelos demais acionistas, os principais critérios (ainda que não os únicos) que a CVM pretende empregar na análise já foram explicitados no art. 33, §3º<sup>13</sup>. Finalmente, qualquer que seja a composição do capital social e a nacionalidade dos acionistas, a concessão da autorização não afasta a obrigatoriedade de cumprimento da Instrução (art. 9º, §3º).

### **3.4. Pessoas autorizadas a operar**

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. O estatuto da entidade administradora poderá exigir ou não qualidade de sócio como condição para operar em mercado, abrindo-se assim a possibilidade para a dissociação entre a propriedade de ações, cotas ou títulos patrimoniais e a licença para operar.

A minuta conferiu liberdade ampla para as entidades administradoras na estipulação de procedimentos de admissão das pessoas autorizadas a operar, que estão entre as regras mínimas de funcionamento dos mercados. O limite dessa liberdade está na preservação do interesse público e no respeito aos princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência. Observados tais princípios, as entidades administradoras poderão exigir outros requisitos, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, inclusive de reputação ilibada. Deve ser apresentada justificativa da decisão finalmente adotada quanto à admissão ou não da pessoa autorizada a operar<sup>14</sup>. A CVM tem a prerrogativa de aprovar previamente as regras de admissão de pessoa autorizada a operar.

<sup>13</sup> Relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro, existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional, e oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e o acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira.

<sup>14</sup> Neste ponto, como destacou o edital de audiência pública, a orientação adotada pela minuta afasta-se daquela endossada pelo Colegiado da CVM na decisão do Processo RJ2004/6153, de 31.05.2005. Naquela ocasião analisou-se o regime de admissão de



A respeito desse ponto foram as seguintes as perguntas feitas à audiência pública:

- 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?

Este foi o ponto que atraiu o maior número de manifestações durante a audiência pública, e as opiniões recebidas foram divididas.

Contrariamente à proposta da minuta tivemos as manifestações da BM&F, Bovespa, Cetip, Andima, Anbid e Unibanco.

A BM&F entende que a concessão de autorização deve contemplar, ao lado de critérios objetivos, outros critérios que permitam uma avaliação subjetiva, fundada na avaliação da idoneidade e da reputação dos pretendentes a pessoa autorizada a operar, bem como em uma avaliação dos riscos inerentes à admissão (inclusive riscos de imagem e reputação).

Ressalta o participante que as bolsas são responsáveis pela boa liquidação de todas as operações cursadas em seus mercados, devendo, por força do disposto na Lei 10.214/01, atuar como contraparte dos envolvidos, cumprindo as obrigações contratadas pelos agentes que operam em seus mercados. Nesse sentido, as bolsas constituem fundos e mecanismos de salvaguarda que podem envolver a repartição de perdas entre os participantes, destinados à administração do risco de crédito pelas câmaras de registro, compensação e liquidação. Além disso, há atualmente o fundo de garantia — substituído na estrutura da minuta por um “*mecanismo de ressarcimento*” — destinado a cobrir prejuízos causados pela conduta ilícita de pessoas autorizadas a operar. Finalmente, as bolsas têm responsabilidade por monitorar limites operacionais e de risco por participante do sistema, definindo sua exposição (e dos mecanismos de salvaguarda) aos eventos a eles relacionados.

Tais circunstâncias evidenciariam a necessidade que as bolsas têm de utilizar discricionariedade em sua decisão quanto à admissão de pessoa autorizada a operar. Considerando ainda a natureza das matérias antes referidas, tal discricionariedade não poderia ser exercida com base apenas em critérios objetivos. Insiste a BM&F que, além dos riscos acima mencionados, as bolsas enfrentam risco de imagem, relacionado à confiabilidade do mercado que operam, cujo desenvolvimento pode ser atingido pela percepção de risco



## RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

dos agentes econômicos. Existiria também uma diferença entre o controle preventivo e o efetuado *a posteriori*, por meio de mecanismos de supervisão e *enforcement*. Tais diferenças vão desde a eficácia de cada tipo de controle até problemas à estabilidade de mercado que podem ser causados quando se deixam de lado mecanismos preventivos.

Segundo o participante, os princípios de não discriminação, de igualdade de acesso e de respeito à livre concorrência, exigidos pela minuta, dificultam a adoção de critérios subjetivos, especialmente aqueles não passíveis de declaração expressa ou de comprovação evidente (como os que envolvem julgamentos a respeito do crédito, idoneidade ou do chamado “*capital reputacional*”). Esses critérios subjetivos são de difícil consignação expressa, seja por sua repercussão junto à opinião pública, seja por suas conseqüências jurídicas, terminando por inibir a atuação dos integrantes do Conselho de Administração<sup>15</sup>.

A BM&F entende ainda que deveria ser suprimida da minuta a menção à livre concorrência, dado que a evolução do mercado não indicaria existir problemas de ordem concorrencial. Aduz que o número de intermediários, historicamente elevado, vem se reduzindo por causas diversas, tais como novos padrões de desenvolvimento das atividades de intermediação, que passaram a incorporar exigências patrimoniais e tecnológicas mais robustas, bem como pelo aprimoramento da regulação<sup>16</sup>. Essa redução não foi causada por falha ou perda de eficiência na atividade de intermediação, tampouco tem levado à redução da proteção do investidor. A preocupação com as conseqüências concorrenciais traria um elemento novo e estranho à decisão de admissão, mudando o foco dessas decisões e levando-as ao campo da regulação concorrencial. “*A rigor, nada impede, nesse novo quadro, que um processo de admissão se torne objeto de discussão nos órgãos encarregados da defesa da concorrência, passando a haver uma sobreposição de competências regulatórias no que tange a atividades em que, originariamente e como acima demonstrado, ela não existia*”. Prossegue afirmando que um ambiente de desmutualização tende a reduzir as preocupações de ordem concorrencial.

Finalmente, na opinião do participante, os riscos de perseguição individual e de não preservação do interesse público tenderiam a ser mitigados pela composição do Conselho de Administração, que contará com maioria de integrantes independentes, não vinculados a grupos de interesse específicos, e comprometidos com a liquidez e representatividade dos mercados operados pela entidade administradora. O controle dos abusos seria feito pelo mercado, uma vez que, se a bolsa se tornasse um “*clube fechado*”, sinalizando tal fato ao mercado, “*seus preços tendem a perder representatividade, reduzindo-se sua inserção na economia global e, conseqüentemente, sua capacidade de competir com outras bolsas, dentre outros pontos*”. O participante não vê diferenças quanto ao tratamento do assunto nas entidades mutualizadas e nas desmutualizadas.

<sup>15</sup> A BM&F dá o seguinte exemplo: “*Imagine-se, por exemplo, a hipótese de candidato, cujos dirigentes são Réus em processo criminal, acusados da prática do crime de ‘remessa ilegal de divisas’*. A Constituição Federal, em seu art. 5º, LVII, estabelece que ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado da sentença condenatória. Todavia, é plenamente razoável que o Conselho de Administração veja aquela acusação como um fato desabonador, a comprometer a idoneidade do candidato, e, em conseqüência, da Bolsa, e, por essa razão, denegue o pedido de autorização. Caso isso ocorra, com a correspondente apresentação dos motivos da decisão, nada impede que o candidato e seus dirigentes movam ação contra a Bolsa e os integrantes do Conselho de Administração alegando que aquela motivação, na ausência de sentença final condenatória, seria descabida ou mesmo ofensiva à sua honra e moral. Como se vê, a exigência de motivação trará imensas dificuldades para os Conselhos de Administração das Bolsas, verdadeiramente impeditivas de deliberação acerca da concessão ou não de autorização para operar em seus mercados.”

<sup>16</sup> Em 1996, a BM&F contava com 133 sociedades corretoras, número reduzido para 117 em 2001, 113 em 2002, 109 em 2003, 86 em 2004, e 66 ao final de 2006.

A Bovespa concorda com a opinião da BM&F. O tema deveria ser deixado à discricção do estatuto de cada entidade administradora, cujo dever de fiscalização envolve “ *criteriosa avaliação da qualidade das pessoas autorizadas a operar*”, sendo que o erro de avaliação pode trazer impactos financeiros e reputacionais aos mercados. Também é favorável à adoção de critérios subjetivos, além dos objetivos. “*(...) parte importante da avaliação refere-se a questões subjetivas, ligadas à idoneidade do candidato e sua capacidade de atuar observando as regras de conduta estabelecidas pelas entidades administradoras. É possível, que em algumas situações, não seja possível justificar de público os motivos de uma denegação, sem acarretar risco reputacional à pessoa a que foi negado o acesso e à própria entidade administradora.*” Entende o participante que a estrutura de governança garantirá que a decisão do Conselho de Administração não afetará negativamente as condições de concorrência do mercado e que a possibilidade de surgimento de novos mercados funcionará como elemento de equilíbrio nas decisões tomadas pelos mercados já estabelecidos.

No mesmo sentido e com argumentos parecidos com os anteriores, manifestaram-se CETIP, Andima, Anbid, Unibanco e CNB. A Andima acrescenta que a admissão de critérios subjetivos alinha-se com a intenção da CVM de fortalecer a auto-regulação. CNB acha que a exigência de motivação poderia abrir espaço para “*uma indústria de processos movidos por oportunismo*”, tendo em vista o maior espaço que a desmutualização ofereceria a novos entrantes, acrescentando, ademais, que a exigência de justificativa não está sendo requerida, na minuta, dos mercados de balcão organizado.

Ancor, Escritório Teixeira Martins e Corretora Petra entendem correta a abordagem da minuta e sustentam que apenas critérios objetivos possam servir de base à decisão de não admissão de pessoa autorizada a operar.

ANCOR entende que as entidades administradoras poderiam valer-se de critérios já consagrados, como os atualmente utilizados pelas bolsas e os determinados pela CVM e pelo Banco Central. A objetividade dos critérios conferirá “*transparência e equitatividade ao processo de admissão, permitindo que as decisões de denegação de autorização sejam claras e explicativas*”. O participante defende ainda que a minuta contemple a possibilidade de recurso à CVM, que solucionaria os impasses que ocorressem. Entende ainda que os critérios subjetivos são mais importantes nas estruturas mutualizadas.

Escritório Teixeira Martins defende a proposta da minuta afirmando que as bolsas exercem uma função pública. Segundo o participante, a proposta da minuta teria tomado como modelo a experiência norte-americana, e a evolução da discussão naquele país teria se dado no âmbito do caso Silver vs. Bolsa de Valores de Nova York, a partir do qual teria ficado expresso o papel das bolsas como entidades voltadas ao interesse público, bem como a necessidade de que se estabelecesse um equilíbrio entre as leis antitruste e as de mercado de capitais. “*Para transportarmos o exemplo norte-americano adequadamente para o Brasil, a Resolução 2.690 deve prever expressamente que as bolsas devem ter procedimentos claros, com base no devido processo legal, para admissão de novos membros, inclusive com possibilidade de recurso para um comitê independente. Ainda, é fundamental que a CVM tenha a prerrogativa de intervir nos regulamentos das bolsas, sempre que houver inobservância do interesse público*”. O participante sugere então alterações em artigos da minuta para deixar expresso esse posicionamento, propondo ainda a transferência da competência para admissão do Conselho de Administração para o Departamento de Auto-Regulação, cabendo recurso ao Conselho de Auto-Regulação, e a inclusão da referência ao devido processo legal nos processos administrativos que cuidarem da questão.



A corretora PETRA dá notícia de episódio acontecido com ela própria, na condição de corretora regional, quando teria sido vítima da imposição, pela Bovespa, de penalidades por desenquadramento dos limites mínimos obrigatórios, “*tendo sofrido sérias e graves restrições ao seu direito de operar*” e “*comprometendo injustificadamente seu crescimento e sua capacidade competitiva*”. A Petra entende que tais penalidades são ilegais, tendo disso alertado a Bovespa. Entende, ainda, que o ocorrido constituiria precedente de uso discriminatório dos critérios de admissão para operar, da imposição de penalidades graves para casos de desenquadramento e da imposição de restrições competitivas injustificadas.

Segundo o participante, existiria o risco, no processo de desmutualização, de que o processo de admissão seja manipulado para prejudicar algumas corretoras em benefício de outras, por meio de diversos mecanismos. Em que pese a competência das autoridades de defesa da concorrência, a CVM também teria a função de comparar as vantagens e as desvantagens, em termos de restrição à concorrência, implícitas nos critérios de admissão para operar. Por tais razões, a Petra defende a utilização de critérios objetivos para a admissão de pessoa autorizada. Entende ainda que apenas a menção ao princípio de respeito à concorrência e de não discriminação não seria suficiente, sendo necessário ir além e vedar a fixação de critérios de admissão que criem restrições ao direito de igualdade de acesso, ou que venham a ensejar o fechamento do mercado<sup>17</sup>.

**Comentário SDM:** Somos favoráveis à manutenção dos termos da minuta, pelas razões que expusemos mais detidamente no seu edital, mas julgamos necessário esclarecer melhor a proposta submetida à audiência.

A responsabilidade primária pela admissão de pessoas autorizadas a operar em mercados organizados é das entidades que os administram. A razão pela qual essa responsabilidade recai sobre elas está ligada aos deveres que têm de manutenção da integridade de seus mercados, e também, no caso dos mercados que se organizem como sistemas de negociação centralizados e multilaterais, pela obrigação de garantir a liquidação dos negócios fechados em seus ambientes.

As manifestações recebidas dos participantes estão, portanto, corretas ao afirmar que tais responsabilidades das entidades administradoras poderão ser adversamente afetadas pela presença de participantes indesejáveis<sup>18</sup>.

A minuta não pretende negar a necessidade que as entidades administradoras têm de ser rigorosas e criteriosas na imposição dos requisitos necessários à admissão, suspensão ou exclusão de pessoas autorizadas a operar, tampouco a evidência de que esse rigor muitas vezes implicará utilizar um juízo subjetivo. Ao contrário, a minuta pretendeu dar o conforto de que as entidades administradoras poderão fazê-lo, e com

<sup>17</sup> Tais como os que impliquem (a) limites territoriais de atuação (b) definição de quantidade de corretoras por região (c) fixação de cotas mínimas obrigatórias de volume de negociação (d) impossibilidade de migração para mercados regionais mais lucrativos. Essas restrições só poderiam ser admitidas desde que garantidos mecanismos que compensem as perdas patrimoniais decorrentes das limitações impostas, e assegurada a preservação dos incentivos à competição na atividade operacional das corretoras em um ambiente concorrencial livre e saudável.

<sup>18</sup> Isto é verdade ainda que se possa dizer, em relação à responsabilidade pela liquidação, que tais riscos podem ser contornados pela exigência de garantias pecuniárias, pela imposição de requisitos de capital mínimo, ou por qualquer outro critério que contemple capacidade financeira para honrar os compromissos financeiros assumidos.



flexibilidade inclusive quanto à imposição daqueles requisitos subjetivos. As responsabilidades das entidades administradoras legitimam que se lhes dê flexibilidade e discricionariedade na imposição de requisitos, respeitadas as exigências presentes na minuta.

Pelas razões explicadas acima, não nos parece correta a afirmação de que a proposta da minuta enfraqueceria a auto-regulação. Da mesma forma, a caracterização das entidades administradoras como serventúrias do interesse público parece-nos deslocar a discussão, seja porque a CVM aprovará previamente os procedimentos estabelecidos pelas entidades, seja porque a minuta preocupou-se em disciplinar os pontos em que poderia existir potencial de comprometimento do funcionamento eficiente dos mercados.

Convém, então, aprofundar a discussão sobre a norma proposta. Na redação que se propõe seja adotada (e que não difere, na essência, da que foi à audiência pública), o regime de admissão de pessoas autorizadas a operar é dado pelo art. 51, que diz:

<sup>19</sup> Também se considera no “*fit and proper test*” a competência e a aptidão (“*competence and capability*”). Em algumas categorias de registro analisa-se ainda a saúde financeira (“*financial soundness*”). Ver, a respeito, “*The Fit and Proper Test for Approved Persons*”, disponível em <http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel65/rel65fit.pdf>. O “*fit and proper test*” também é adotado em outras jurisdições, como no caso da Australian Prudential Regulation Authority – APRA (cf. <http://www.apra.gov.au/Policy/upload/Consultation-Paper-Fit-and-Proper.pdf>)

<sup>20</sup> Transcrevemos a lista: “(1) *whether the person has been convicted of any criminal offence; this must include, where relevant, any spent convictions excepted under the Rehabilitation of Offenders Act 1974 (Exceptions) Order 1975 (see Articles 3 and 4 of the order); particular consideration will be given to offences of dishonesty, fraud, financial crime or an offence whether or not in the United Kingdom or other offences under legislation relating to companies, building societies, industrial and provident societies, credit unions, friendly societies, banking and or other financial services, insolvency, consumer credit companies, insurance, and consumer protection, money laundering, market manipulation or insider dealing; (2) whether the person has been the subject of any adverse finding or any settlement in civil proceedings, particularly in connection with investment or other financial business, misconduct, fraud or the formation or management of a body corporate; (3) whether the person has been the subject of, or interviewed in the course of, any existing or previous investigation or disciplinary proceedings, by the FSA, by other regulatory authorities (including a previous regulator), clearing houses and exchanges, professional bodies, or government bodies or agencies; (4) whether the person is or has been the subject of any proceedings of a disciplinary or criminal nature, or has been notified of any potential proceedings or of any investigation which might lead to those proceedings; (5) whether the person has contravened any of the requirements and standards of the regulatory system or the equivalent standards or requirements of other regulatory authorities (including a previous regulator), clearing houses and exchanges, professional bodies, or government bodies or agencies; (6) whether the person has been the subject of any justified complaint relating to regulated activities; (7) whether the person has been involved with a company, partnership or other organisation that has been refused registration, authorisation, membership or a licence to carry out a trade, business or profession, or has had that registration, authorisation, membership or licence revoked, withdrawn or terminated, or has been expelled by a regulatory or government body; (8) whether, as a result of the removal of the relevant licence, registration or other authority, the person has been refused the right to carry on a trade, business or profession requiring a licence, registration or other authority; (9) whether the person has been a director, partner, or concerned in the management, of a business that has gone into insolvency, liquidation or administration while the person has been connected with that organisation or within one year of that connection; (10) whether the person, or any business with which the person has been involved, has been investigated, disciplined, censured or suspended or criticised by a regulatory or professional body, a court or Tribunal, whether publicly or privately; (11) whether the person has been dismissed, or asked to resign and resigned, from employment or from a position of trust, fiduciary appointment or similar; (12) whether the person has ever been disqualified from acting as a director or disqualified from acting in any managerial capacity; (13) whether, in the past, the person has been candid and truthful in all his dealings with any regulatory body and whether the person demonstrates a readiness and willingness to comply with the requirements and standards of the regulatory system and with other legal, regulatory and professional requirements and standards.”*

<sup>21</sup> Esse entendimento foi primeiro firmado nos votos vencedores proferidos no Processo RJ2004/6153, decidido em 31.05.2005.





“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 de valores mobiliários depende de autorização da entidade administradora, que deve considerar a sua organização, os recursos humanos e 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 eventuais 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 As entidades administradoras **poderão estabelecer outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, a juízo de seu Conselho de Administração.**

§5º É vedado à entidade administradora, sem prévia autorização da CVM, estabelecer limite máximo 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.” (grifou-se)

As qualificações mínimas exigidas para que a pessoa seja admitida como autorizada a operar estão no §3º e referem-se a eventuais necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas, segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse e existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado.

Não há vedação a que outras qualificações sejam acrescidas pela entidade administradora. Ao contrário, o §4º explicita que as “**entidades administradoras poderão estabelecer outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, a juízo de seu Conselho de Administração**” (grifou-se). Portanto, as entidades administradoras — tanto de mercado de bolsa, quanto de mercado de balcão organizado, contrariamente ao que entende a CNB, dado que o art. 51 aplica-se indistintamente às duas situações — podem, se quiserem, complementar as qualidades mínimas do §4º. Essa complementação pode ser feita com a imposição de outras qualidades, inclusive relativas à reputação do pretendente, o que em boa medida preserva a discricionariedade levantada pelas entidades administradoras.

Evidentemente, critérios que envolvam considerações subjetivas, ou que envolvam juízos de valor, não são, e jamais serão, uma ciência exata, considerando-se a variedade de circunstâncias que podem estar envolvidas. Tal como está, a minuta abre espaço para juízos de valor — com o que se preserva a discricionariedade das entidades administradoras — mas entende que eles não podem ser feitos de maneira abstrata, ou exclusivamente voluntarista. A minuta então exige que a entidade administradora explicita os critérios, ainda que subjetivos, que considera relevantes na avaliação dos candidatos a operar em seus mercados.



Esse ponto merece uma reflexão adicional. O tratamento proposto pela minuta não difere, em sua essência, do regime de outras jurisdições. Na Inglaterra, a *Financial Services Authority – FSA* exige de alguns de seus jurisdicionados (como ela também o faz em relação a certas categorias de participantes sujeitos a registro) que tenham “*fit and proper tests*” em relação a seus principais representantes. Expressamente, os testes trazem à consideração critérios essencialmente subjetivos, como honestidade, integridade e reputação do candidato<sup>19</sup>. A análise feita em relação a esses critérios envolve, naturalmente, um amplo grau de abstração, que se procurou atenuar com a explicitação, em lista não exaustiva, dos fatores que serão levados em conta<sup>20</sup>.

No entendimento desta SDM, não haveria impedimentos na minuta à elaboração de uma lista como esta pelas entidades administradoras.

Na imposição dos critérios de admissão, a discricionariedade da entidade administradora encontrará limites nos princípios da igualdade de acesso e de respeito à concorrência (art. 51, §2º). O princípio da igualdade de acesso deve ser entendido como um comando que impede o tratamento discriminatório em relação a pessoas que estejam na mesma situação. A determinação de observância do princípio de respeito à concorrência não pretende, naturalmente, transferir à CVM a competência para aplicação da legislação concorrencial, que está fora de suas atribuições. Nada obstante, a CVM tem base legal para atuar com base em considerações concorrenciais até mesmo por força do art. 4º da Lei 6.385/76, que lhe impõe exercer suas atribuições para o fim de “*promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações (...)*” e “*assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão*” (incs. II e III)<sup>21</sup>.

Alguns participantes propuseram alterações quanto à instância recursal que analisaria as decisões de não admissão. Não somos favoráveis à especificação, na norma, de uma instância recursal para esses casos. Essa especificação não existe nem mesmo em relação à própria decisão recorrida, permitindo-se que o estatuto da entidade administradora atribua tal competência ao Diretor Geral ou ao Conselho de Administração (arts. 20, VII e 72). Além disso, o direito ao recurso deve ser sempre garantido, com apresentação de justificativa da decisão adotada, não importando o órgão recursal. A decisão relativa à autorização para operar envolve, primordialmente, aspectos ligados à administração e ao interesse comercial da entidade, afastando-se das preocupações ínsitas à supervisão dos mercados, em relação às quais poderia fazer sentido envolver órgãos da estrutura de auto-regulação das entidades, ou mesmo a CVM.

Por último, discordamos do argumento que atribui à minuta a responsabilidade por “*uma indústria de processos movidos por oportunismos*”. Esse argumento “*ad terrorem*” desconsidera que o modelo atual, em que prevalece a desnecessidade de apresentação de justificativa, não foi capaz de afastar do judiciário as pessoas a quem foi negada autorização. Além disso, ao propor regras orientadas por princípios mínimos, mas que ao mesmo tempo acomodem a flexibilidade de que precisam as



entidades administradoras, e ao institucionalizar e tornar mais transparente o procedimento de admissão, a solução da minuta representa um avanço em relação ao regime atual, facilitando, a nosso ver, a discussão em juízo, caso ela venha a ocorrer. A principal razão para que tais discussões sejam levadas ao judiciário é, justamente, o voluntarismo, resultado da ausência de critérios para admissão do sistema atual. Embora esse voluntarismo encontre amparo no regime legal da Resolução 2.690/00 e, em muitos casos, nos próprios estatutos das entidades administradoras, ele abre espaço para que a discussão seja levada a juízo.

### 3.5. Auto-regulação: estrutura, atribuições e divisão de competências

Na estrutura da minuta são três os órgãos encarregados da auto-regulação dos mercados organizados: o Departamento de Auto-Regulação, Diretor do Departamento de Auto-Regulação, que também tem *status* de órgão, e o Conselho de Auto-Regulação. O Departamento de Auto-Regulação atua como um órgão de investigação e acusação; o Conselho de Auto-Regulação supervisiona as atividades do Departamento de Auto-Regulação, julga os processos por ele instaurados e aplica as penalidades previstas. As decisões do Conselho de Auto-Regulação não são recorríveis à CVM nem ao Conselho de Administração da Entidade, embora estejam previstos mecanismos de aproveitamento das penalidades aplicadas<sup>22</sup>.

A minuta preocupa-se com a segregação entre as atividades de auto-regulação e a administração da entidade administradora, sabidamente um dos focos de conflito em um ambiente de desmutualização. Essa segregação também tem importância no contexto de entidades administradoras mutuais, em que seus membros – e sócios – são exatamente aqueles a serem por elas supervisionados, no âmbito da auto-regulação. Nesse sentido, procurou-se construir uma blindagem entre essas duas atividades, seja impondo regras especiais para preenchimento e remoção dos integrantes dos órgãos componentes da estrutura de auto-regulação, seja explicitando a necessidade de sua autonomia funcional e orçamentária dos órgãos de administração, que lhe permita ter recursos suficientes para executar as atividades sob sua responsabilidade. A CVM lançou as seguintes dúvidas aos participantes da audiência pública:

- 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?

<sup>22</sup> 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; 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 e, por fim, nos processos administrativos conduzidos pela CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados perante o Conselho de Auto-Regulação, a pena máxima prevista na legislação deve ser calculada somando-se a pena imposta pelo Conselho de Auto-Regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.



A BM&F apresentou diversos comentários à estrutura de auto-regulação, tanto no plano conceitual, como em relação às escolhas feitas na proposta, e que serão abordadas ao longo deste tópico.

No plano conceitual, a BM&F apresenta dúvidas quanto à extensão da expressão “auto-regulação”, que na minuta remete apenas às atividades de fiscalização e de aplicação de penalidades, deixando de lado as atividades de criação de normas e procedimentos que, para parte da doutrina, constituem-se em auto-regulação. O participante sugere a introdução de dispositivo esclarecendo o que se entende, na lógica da minuta, por auto-regulação.

**Comentário SDM:**

Não vemos necessidade de se esclarecer a extensão do que se deve entender por auto-regulação. No contexto da minuta, auto-regulação significa, fundamentalmente, “*enforcement*”, isto é, fiscalização e supervisão (art. 36). A minuta não veda que os órgãos da auto-regulação, ou outros inseridos nessa estrutura, também tenham atribuições normativas, com os reflexos necessários em termos de orçamento e recursos humanos. Não somos favoráveis, entretanto, a que a atividade normativa seja obrigatoriamente inserida entre suas atribuições.

Mesmo não dizendo respeito propriamente a questões conceituais, gostaríamos de comentar uma proposta importante de alteração do mecanismo de blindagem do Diretor do Departamento de Auto-Regulação em relação à minuta que foi para audiência pública.

Na minuta, o Diretor de Auto-Regulação era eleito pelo Conselho de Administração e sua destituição, que também se fazia por decisão deste Conselho, disparava o procedimento especial previsto nos §§ 4º a 6º do art. 38. Esse procedimento especial obrigava à convocação, em prazos mínimos, de uma assembléia extraordinária que confirmaria ou não o mandato do Diretor do Departamento como membro do Conselho de Auto-Regulação. Com a convocação dessa assembléia, a minuta pretendia envolver os sócios da entidade administradora diante de uma ocorrência que se imagina pouco freqüente e que tem potencial de afetar-lhes o negócio. A lógica desta solução era a de legitimação: os acionistas, como classe, confirmariam ou não o afastamento do Diretor de Auto-Regulação determinado pelo Conselho de Administração, funcionando como uma instância final de proteção daquele Diretor contra eventuais pressões de um órgão mais envolvido com os interesses comerciais da entidade administradora.

É preciso reconhecer, entretanto, que a solução da minuta poderia não trazer os benefícios pretendidos nos casos em que a entidade administradora tivesse seu capital pulverizado em mercado. Nessas situações, e mesmo em se tratando de ocorrências extraordinárias, é comum que a assembléia geral delibere com um número muito reduzido de acionistas, colocando em questionamento a própria idéia de legitimação e ameaçando a qualidade das decisões tomadas.

Em razão dessas ponderações, propomos eliminar o mecanismo de consulta à assembléia geral sobre a destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação,



mantendo essa competência apenas no âmbito do Conselho de Administração. Na deliberação sobre esse assunto, apenas participarão os membros independentes deste órgão (art. 24, § 2º). Ocorrendo a destituição, o Conselho de Administração deve (a) decidir sobre a permanência ou não do Diretor de Auto-Regulação como integrante do Conselho de Auto-Regulação, admitindo-se, portanto, que aquele possa ser removido de uma função, mas permanecer na outra; (b) escolher, ainda que provisoriamente, substituto para o Diretor, dentre os membros independentes do Conselho de Auto-Regulação (§3º, art. 38). Prevê-se o envio à CVM de relatório detalhado contendo as justificativas consideradas pelo Conselho de Administração para a destituição, inclusive com a análise do desempenho do Departamento de Auto-Regulação durante a gestão do Diretor de Auto-Regulação destituído (§4º, art. 38). A CVM pode determinar a divulgação ao público desse relatório (§5º, art. 38).

Em acréscimo às razões acima expostas, pesou favoravelmente à proposta ora incorporada o fato de que as responsabilidades dos administradores de forma geral, e dos Conselheiros de Administração independentes, em particular, estão muito mais explícitas e acentuadas na minuta do que as dos acionistas não controladores, para os quais o regime geral continua sendo o da Lei 6.404/76, notadamente no que diz respeito ao exercício do voto em assembléia<sup>23</sup>.

Os administradores têm suas obrigações detalhadas em normas de conduta baixadas pela entidade administradora (art. 17). Eles estão sujeitos a requisitos especiais de elegibilidade, inclusive com exigência de qualificação, conhecimento e capacidade técnica (art. 23), e são destinatários de um comando expresso que lhes impõe exercer suas atribuições para lograr os fins e o interesse da entidade administradora, respeitando o interesse público no adequado funcionamento do mercado organizado por ela administrado (art. 22, parágrafo único). A alteração ora incorporada altera o mecanismo de blindagem da estrutura e das atividades de auto-regulação em favor de outro, que se imagina mais eficiente, e que repousa fundamentalmente na responsabilidade dos administradores. Daí que a mudança ora feita facilita, inclusive, a capacidade de fiscalização e punição da CVM, que se encontra mais agravada em relação aos administradores.

A Cetip entende que a estrutura de auto-regulação só deve ser aplicável aos mercados organizados de bolsa.

**Comentário SDM:** Discordamos. Também no que diz respeito à fiscalização das operações realizadas em seus ambientes e ao exercício de seu poder disciplinar, a Lei 6.385/76 não diferencia os mercados de balcão organizado dos de bolsa (cf. arts. 17, §1º e 21, §5º, II). Por tal razão, a auto-regulação deve ser tratada como função

<sup>23</sup> Chama-se atenção ainda ao disposto no art. 9º, §2º (“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”).



essencial de qualquer mercado organizado.

Nada obstante, as entidades administradoras de mercados de balcão organizado não estão obrigadas a adotar a mesma estrutura de auto-regulação prevista no Capítulo IV da Instrução. A rigor, essa possibilidade já decorria da redação submetida à audiência pública para os arts. 106 e 107, assim como da permissão constante dos arts. 9º, §4º e 114 da minuta. Deixamos a possibilidade de adoção de estruturas alternativas mais clara na nova redação proposta para os arts. 106 e 107 da minuta.

No que diz respeito ao mérito das propostas, a BM&F apresenta, primeiramente, questões relativas à distribuição de competências de auto-regulação entre o Diretor Geral e a área de auto-regulação. Segundo o participante, a segregação rígida de atividades prevista no art. 19, §2º da minuta pode se mostrar difícil, levando-se em conta que o Diretor Geral permanecerá responsável pela supervisão das operações em tempo real, cabendo ao Departamento de Auto-Regulação efetuar a auditoria de associados propriamente dita, assim como uma série de outras atividades *ex-post*. Sua sugestão é que seja excluído o termo “exclusivamente” do §2º do art. 19.

Ainda quanto à segregação, a BM&F aponta que a auto-regulação tem finalidade instrumental, e que seu programa de atividades deve atender a necessidades concretas, muitas vezes identificadas nas áreas negociais. A sugestão do participante é de que se permita a interação e o alinhamento entre a área de auto-regulação e as necessidades e interesses das entidades administradoras — o que poderia se dar a partir de reuniões periódicas — sem prejuízo da autonomia nas atividades de auto-regulação.

**Comentário SDM:** Somos contrários à exclusão do art. 19, §2º. O participante tem razão quando afirma que a auto-regulação tem finalidade instrumental, pois a previsão normativa desta ordem de obrigações para a entidade administradora do mercado organizado visa, afinal, à preservação do seu funcionamento adequado. No entanto, discordamos de sua visão no que toca à importância da segregação de tais atividades. A minuta proposta enfatiza, em contraste com a disciplina da Resolução 2690/00, a necessidade de autonomia da estrutura de auto-regulação para a melhor execução de seus objetivos. A segregação que se propõe na minuta, destacadamente entre as atividades de auto-regulação e aquelas sujeitas à influência de interesses comerciais — ou daqueles de seus membros — das entidades administradoras, tem o propósito de contribuir para o exercício autônomo e independente da auto-regulação em relação aos interesses mencionados.

As atividades de supervisão e fiscalização que se entendeu que deveriam continuar a ser exercidas pela administração da entidade, como é o caso do acompanhamento de mercado, foram preservadas como atribuições do Diretor Geral.

No tocante ao segundo comentário da BM&F, entendemos que as competências dos órgãos de auto-regulação não afastam a possibilidade de interação entre a auto-regulação e outras áreas da entidade administradora. A aprovação, pelo Conselho de Administração, da proposta orçamentária preparada pelo diretor de Auto-Regulação é um reconhecimento disso. Deve-se entender por interação, nesse contexto, a possibilidade de que a área de auto-regulação receba ou busque subsídios para o



desempenho de suas atribuições em outras áreas da entidade administradora. A relação deve se dar, entretanto, em bases essencialmente informativas, já que a decisão final quanto a se aprofundar ou não em qualquer tópico compete à auto-regulação, sendo uma expressão de sua autonomia funcional.

Em relação à “*autonomia orçamentária*” do Departamento e Conselho de Auto-Regulação, a BM&F propõe alterações ao art. 37, II. O entendimento do participante é de que tais órgãos não dispõem de autonomia orçamentária, como consta da minuta, mas de “*autonomia na gestão de recursos*”, afirmando ainda que a alteração proposta estaria em linha com a redação do art. 24, inc. VII<sup>24</sup>, que inclui a aprovação do orçamento dentre as competências do Conselho de Administração.

**Comentário SDM:** Concordamos com o comentário e procuramos aproveitar a redação sugerida pelo participante. Com o objetivo de monitorar a atuação do Conselho de Administração e a suficiência dos recursos orçamentários finalmente atribuídos ao Departamento e ao Conselho de Auto-Regulação, introduzimos a obrigação de envio, também à CVM, e no mesmo dia em que for enviado ao Conselho de Administração, do relatório aprovado pelo Conselho de Auto-Regulação contendo a proposta orçamentária para o exercício seguinte (art. 45, inc. II). A CVM receberá também a proposta finalmente aprovada pelo Conselho de Administração (art. 37, inc. II), podendo confrontar os dois documentos, além da justificativa para a não aceitação da proposta apresentada, quando for o caso (art.24, § 1º).

A Bovespa propõe mudanças nas competências previstas para os órgãos da estrutura de auto-regulação. Segundo sua proposta, a aplicação de penalidades passaria à competência do Diretor do Departamento de Auto-Regulação, competindo ao Conselho de Auto-Regulação julgar recursos contra as penalidades aplicadas pelo Departamento de Auto-Regulação, inclusive de ofício, de modo a se preservar o duplo grau de jurisdição. A sugestão do participante resultaria em uma estrutura análoga à da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Em decorrência dessas alterações, a Bovespa entende que o Diretor do Departamento de Auto-Regulação, por suas funções e como aplicador de penalidades a serem julgadas pelo Conselho de Auto-Regulação em grau de recurso, não deve integrar esse órgão.

Ainda em relação à competência, a Abrasca sugere que seja estabelecida de forma clara a competência do Conselho de Auto-Regulação, criando uma fronteira bem definida entre as condutas que seriam julgadas pela Entidade Administradora (descumprimento dos regulamentos internos, por ex.) e aquelas que seriam encaminhadas e julgadas pela CVM (descumprimentos da legislação em vigor).

**Comentário SDM:** Discordamos das alterações. No modelo proposto, a existência de duplo grau de jurisdição não é exigida, tratando-se, como no caso, de processos administrativos<sup>25</sup>. Isto não impede, entretanto, que a entidade administradora queira organizar sua estrutura de auto-regulação impondo o duplo grau. A organização será

<sup>24</sup> “Art. 24. Compete ao Conselho de Administração, observado ainda o que dispuserem o estatuto e a regulamentação aplicável: (...) VII – aprovar o orçamento do Departamento de Auto-Regulação e do Conselho de Auto-Regulação, bem como o programa de trabalho a ele correspondente”.

<sup>25</sup> A obrigatoriedade desse princípio é polêmica mesmo em relação aos processos judiciais. V. Nelson Nery Jr., in *Princípios do Processo Civil na Constituição Federal*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.



avaliada pela CVM, mas entendemos que não deve ser ordenada pela norma. Esta forma de funcionamento não afasta, entretanto, a necessidade de observância dos princípios constitucionais de ampla de defesa e contraditório (CF, art. 5º, LV), que deverão ser respeitados na disciplina processual constante do regulamento dos procedimentos a ser aprovada pelo Conselho de Auto-Regulação, a qual está sujeita a aprovação da CVM (art. 46, I).

Alguns participantes sugeriram que se previsse a possibilidade de recurso à CVM das decisões adotadas. Somos contrários à alteração. A vedação à interposição de recursos à CVM pretendeu deixar claro que a apuração e o julgamento de eventuais violações pelos órgãos da estrutura de auto-regulação não afasta a competência da CVM, que poderá, ela própria, iniciar processos administrativos contra as mesmas pessoas, em decorrência dos mesmos fatos, caso isto seja necessário.

Com esse arranjo buscou-se preservar a capacidade de punição desta autarquia, ao mesmo tempo em que se procurou afastar possíveis alegações relativas à “*reformatio in pejus*” que poderiam surgir. Em complemento a isto, os §§4º, 5º e 6º do art. 46 formalizam um mecanismo de “aproveitamento”, junto à CVM, das penalidades que tenham sido impostas pelo Conselho de Auto-Regulação, ou das contraprestações que tenham sido acertadas em Termos de Compromisso. Com esse mecanismo pretendeu-se, de um lado, contornar eventuais alegações de “*bis in idem*” que poderiam ter lugar (§§4º e 5º) e, de outro lado, incentivar a atuação punitiva do Conselho de Auto-Regulação, explicitando que as penalidades que vierem a ser impostas por este órgão serão levadas em conta pela CVM na dosimetria da pena, na celebração de termos de compromisso, ou mesmo na decisão de dar ou não início a um processo sancionador.

Bovespa e BM&F destacaram que a exigência de que se observe o prazo de um ano sem qualquer vínculo com a entidade administradora (bem como suas controladas ou controladoras), seus administradores, pessoas autorizadas a operar e sócios detentores de mais de 10% do capital social (art. 26, §2º) poderá ser inapropriada ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação, profissional que deve estar sempre atualizado, e que tenha vivência nos acontecimentos do mercado. Os participantes propõem que se dispense o Diretor do cumprimento desse prazo mínimo de um ano, ou, alternativamente, que ele seja dispensado para o caso das entidades administradoras já em funcionamento, por meio da introdução de uma disposição transitória na minuta.

**Comentário SDM:** Concordamos com a concessão de dispensa especial para o caso do Diretor de Auto-Regulação das entidades que já estejam em funcionamento, o que poderá ser feito no contexto de seu processo de adaptação à norma. Não somos favoráveis à alteração da minuta para incorporar a possibilidade, pois nos parece fundamental que o Diretor de Auto-Regulação preencha também esse requisito temporal para que possa ser considerado independente.

### 3.6. Mecanismo de ressarcimento de prejuízos





A minuta 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. Não se exige que o veículo do mecanismo de ressarcimento seja um fundo em dinheiro, admitindo-se, por exemplo, a contratação de seguro.

Embora as hipóteses de acionamento do mecanismo de ressarcimento sejam as mesmas atualmente previstas para o fundo de garantia, a minuta previu as seguintes mudanças operacionais: (a) o prazo proposto para o investidor pleitear o ressarcimento de prejuízo passou a ser de 18 meses contados da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido (ao invés de seis meses contados de sua ciência do evento que tenha dado origem ao ressarcimento); (b) o valor máximo passível de reclamação ao mecanismo de ressarcimento passa a ser de R\$ 60.000,00, por investidor reclamante, em cada ocorrência de evento passível de gerar reclamação, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores; e (c) o mecanismo de ressarcimento pode ser mantido pela própria entidade administradora, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para esse fim.

A respeito desses pontos a CVM fez as seguintes perguntas aos participantes:

- 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?

A quase totalidade dos participantes foi favorável ao formato proposto para o mecanismo de ressarcimento, com exceção da manifestação apresentada por JASA Advogados. Afirma o participante que (a) a instituição do mecanismo de ressarcimento, nos moldes como propostos, afronta a teoria geral da responsabilidade civil na medida em que acarreta responsabilidade ilimitada das corretoras envolvidas nos processos de reclamação; (b) a CVM não teria competência para fixar um limite quantitativo para as reclamações apresentadas ao mecanismo, uma vez que a lei não fala em tais limites; (c) a proposta acabaria “*ensejando de certa forma abusos de incautos aventureiros sempre atentos aos desvãos da lei*”, não obstante “*continue deixando ao relento as instituições de mercado*”. Dessa forma, o participante sugere o fim do mecanismo, e sua substituição por dispositivo que apenas mencione a possibilidade de se contratar seguro para as operações realizadas em mercados organizados.

**Comentário SDM:** Discordamos. Não vemos a violação apontada pelo participante às regras de responsabilidade civil. Note-se que as propostas da minuta para o mecanismo de ressarcimento foram inspiradas em dispositivos já existentes hoje em relação ao fundo de garantia, sendo certo que esta SDM não tem notícia de que as ilegalidades destacadas na manifestação tenham prevalecido em juízo. Adicionalmente, a fixação de um valor máximo por reclamação antes inibe do que contribui para a atuação de “*aventureiros*” e, nesse sentido, constitui um avanço em relação ao regime atualmente vigente.

Quanto à substituição do mecanismo pela contratação de seguro, chamamos atenção



**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

para que a possibilidade sugerida pelo participante já é admitida pela minuta, uma vez que o art. 77 não exige que o mecanismo de ressarcimento seja um fundo em dinheiro, sendo certo que o §2º do mesmo artigo reconhece que o mecanismo possa ser mantido pela própria entidade administradora da bolsa, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim.

Em relação à mudança do prazo para apresentação da reclamação, a Ancor sustenta que deveria ser mantido o regime atual e que o prazo de 18 meses proposto não seria compatível com a dinâmica dos mercados. Entende que *“não faz sentido admitir-se que um comitente não tome conhecimento de fato capaz de gerar ressarcimento por impossibilidade de acesso aos elementos que lhe permitam tomar ciência de prejuízo”*, o que apenas seria possível se não houvesse regulação ou supervisão adequada no mercado do qual participa. Para o participante, tanto os prazos quanto os sistemas de comunicação de ocorrências hoje vigentes estão adequados.

Tanto a Bovespa quanto a BM&F sugerem que, na hipótese específica de encerramento de atividades de pessoa autorizada a operar, o prazo de 18 meses proposto seja reduzido para 180 (cento e oitenta) dias contados a partir da publicação do encerramento da entidade. O argumento aqui seria o da especificidade da situação, que justificaria um regime diferenciado.

**Comentário SDM:** Discordamos das sugestões. Como anotou o edital, a contrapartida do aumento para 18 (dezoito) meses do prazo para reclamação foi a eliminação da ciência do investidor, como termo inicial de contagem do prazo de seis meses que constava do art. 41, §1º, da Resolução 2.690/00. Pela proposta da minuta o prazo de 18 (dezoito) meses correrá, independentemente da ciência do interessado, a partir da ocorrência do evento que motive o pedido de ressarcimento. Esse prazo foi escolhido no pressuposto de que, ao menos uma vez por ano, ao preparar sua declaração de renda, o investidor procura documentos dos quais conste sua posição acionária atualizada, e tem a oportunidade de compará-la com a do exercício anterior.

Também não somos favoráveis à sugestão da BM&F e da Bovespa. A hipótese de encerramento de atividades da pessoa autorizada a operar é, possivelmente, a situação em que o investidor pessoa física mais precisará recorrer ao mecanismo de ressarcimento. Não parece razoável limitar seu prazo para recorrer ao mecanismo justamente nesta situação.

No que diz respeito à conveniência de se impor restrições de acesso ao mecanismo vinculadas à qualificação do investidor, foram recebidas manifestações da Ancor e da Bovespa. A Ancor é contrária a restrições desse tipo, por considerar que *“seria o mesmo que considerar que o cliente concorre para gerar o prejuízo por ele sofrido”*. A Bovespa defende que o mecanismo deveria estar voltado apenas a investidores não qualificados, dado que os qualificados disporiam de conhecimento suficiente para proteger-se das perdas que o fundo deve indenizar. Já para a BM&F, essa especificação seria desnecessária, uma vez que *“a limitação de valor [R\$ 60.000,00] já militaria nesse sentido”*.

A Bovespa propõe também que o limite de R\$ 60.000,00 de valor máximo da indenização seja considerado não para cada demanda, como consta da minuta, mas como valor máximo anual de indenização



por investidor em cada corretora pela qual ele operou, por se tratar de mecanismo voltado ao pequeno investidor.

**Comentário SDM:** Somos contrários às sugestões. A exclusão dos investidores considerados qualificados parece-nos inadequada, seja porque as hipóteses de ressarcimento não estão diretamente relacionadas ao grau de qualificação do investidor, mas sim à ação ou omissão da pessoa autorizada a operar (art. 77, caput); seja porque, como lembra a BM&F, a limitação de valor já contribui para afastar o uso do mecanismo pelos investidores qualificados, na medida em que as perdas destes tenderiam a superar esse valor.

Além disso, a obrigatoriedade de manutenção do mecanismo, mais viável com as limitações de valor que hora se propõe, funciona como incentivo adicional para a supervisão, pelas entidades administradoras, da atuação das pessoas autorizadas a operar. Não vemos razão para que esse incentivo deva ser diferente em função do grau de qualificação do investidor. Pelas mesmas razões acima, somos contrários a que o valor de R\$ 60.000,00 seja transformado em um teto máximo anual por investidor, por pessoa autorizada a operar.

Finalmente, a Bovespa propõe a dilatação do prazo de análise dos pedidos de indenização, dos 90 dias previstos na minuta para 180, em razão da complexidade de algumas demandas.

**Comentário SDM:** Somos favoráveis à ampliação para 120 (cento e vinte) dias, considerando que, atualmente, o prazo é de 90 (noventa dias) (cf. art. 45 da Resolução 2.690/00).

### **3.7. Telas de negociação em bolsa estrangeira**

A 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, criando assim uma forma de acesso remoto de investidores locais, através de um intermediário local, a operações com valores mobiliários negociados na bolsa em questão.

A minuta propõe a imposição de critérios objetivos e subjetivos incidentes quando do pedido de instalação das telas de negociação. No que toca aos critérios objetivos, determina-se que o pretendente à autorização deve: (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. 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 da minuta.

Já os critérios subjetivos, assim chamados porque dependem de avaliação discricionária da CVM, dizem respeito à acessibilidade, suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na


**RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142**

bolsa estrangeira, bem como de seus emissores quando for o caso. Essa avaliação da CVM deverá considerar, entre outras características julgadas relevantes: (a) se se trata de um contrato derivativo cujo ativo subjacente possua características homogêneas, seja 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.

A autorização para instalação da tela de negociação implicará dispensa de registro dos emissores e dos valores mobiliários nela negociados, e as negociações com valores mobiliários por meio das telas serão restritas aos investidores qualificados enumerados no art. 67, §1º da minuta, onde se reproduz, em grande parte, a definição de investidor qualificado 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.

Foram as seguintes as perguntas feitas na audiência pública em relação a esta matéria:

- 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 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?

A iniciativa da CVM foi apoiada pela maioria dos participantes, com exceção da Cetip, que sustenta que, pela complexidade, a matéria deveria ser tratada em norma separada.

A Bovespa entende a iniciativa “*como uma possibilidade viável do ponto de vista tecnológico e cada vez mais reconhecida do ponto de vista regulatório*”. Ao regular esse tema, prossegue, “*a CVM caminha assim na mesma direção de seus pares nos Estados Unidos e Reino Unido e à frente de vários países que ainda não regulamentaram essa questão*”. A BM&F, embora concordando que a opção tenha sido correta, chama atenção, entretanto, para os “*riscos que tal opção poderia, em tese, gerar para a consolidação das instituições de mercado*”.

Brascan considera positiva a utilização das telas de negociação de modo a oferecer maior liberdade aos investidores nacionais, colocando-os em pé de igualdade com os investidores internacionais. Alega também que a reserva de mercado não é a melhor forma de proteger nosso mercado de uma fuga de investimentos e sim, a criação de melhores condições de investimento. O servidor da CVM Roberto Sobral também defende a conveniência das telas de negociação, que permitiriam um acesso mais amplo a mercados hoje não disponíveis, além de incentivar os mercados nacionais a uma maior padronização de governança e transparência, da mesma maneira que exige dos investidores um comportamento mais responsável.

Bovespa, BM&F e Ancor sustentam que seja imposta, como pré-requisito de autorização para instalação de telas de negociação, a exigência de reciprocidade do país onde está sediada a bolsa que solicita autorização, conferindo assim a mesma facilidade para entidades brasileiras que quisessem fazê-lo nessas jurisdições. Segundo a Bovespa, o princípio da reciprocidade é recorrente nos fóruns internacionais, tais como OMC, Mercosul e União Européia, e tem como objetivo garantir condições competitivas e equitativas para as bolsas brasileiras.

**Comentário SDM:** A inclusão esbarra na ausência de competência da CVM para formulação da política externa brasileira. De qualquer forma, mesmo que isso fosse possível, não consideramos que a inclusão desta exigência fosse contribuir para a proteção ao investidor brasileiro, um dos objetivos primordiais da atuação da CVM. E nem que a concessão de autorização a bolsas estrangeiras, nos termos propostos, possa vir a significar ameaça relevante à manutenção e funcionamento das entidades administradoras de mercados de bolsa no Brasil.

Exceto quanto à Ancor, os participantes concordaram com os critérios objetivos e subjetivos propostos<sup>26</sup>.

A Ancor entende desnecessário exigir que os requisitos para autorização e funcionamento das bolsas no país de origem do pretendente sejam, no mínimo, substancialmente equivalentes aos previstos na minuta, uma vez que só serão autorizadas bolsas sediadas em jurisdições com as quais a CVM mantenha convênio, ou que sejam signatárias do Memorando Multilateral de Entendimentos da IOSCO. Também não haveria razão para fixação de quaisquer critérios adicionais a este, seja objetivos ou subjetivos, e que “*o elenco de requisitos é ainda mais exagerado se o público autorizado a operar essas telas for limitado a investidores qualificados*”. Para o participante, o envolvimento da bolsa estrangeira não seria necessário neste momento inicial — salvo se ela viesse a admitir corretores brasileiros diretamente em seus sistemas — sendo que o acesso das telas ao mercado local poderia se dar mediante convênio celebrado entre um dos corretores da bolsa estrangeira e um corretor local, sem presença da bolsa. A intervenção da bolsa poderia ser um “*fator impeditivo da integração dos corretores locais e de seus clientes ao mercado internacional*”.

**Comentário SDM:** Somos contrários à eliminação dos requisitos. O estabelecimento de condições mínimas para a concessão da autorização é, a nosso ver, fundamental, seja para prevenir arbitragens regulatórias, seja porque, sem a análise desses requisitos, a CVM não terá condições de conceder a dispensa dos registros previstos no §2º do art. 69.

Em relação à exigência de que o acesso às telas de negociação seja restrito aos investidores qualificados, as opiniões foram divergentes. Brascan e o servidor Roberto Sobral são contrários à restrição e à elevação do valor. Para Brascan, a análise da qualificação do investidor deve ser feita caso a caso, sendo preferível manter o montante mínimo de R\$ 300.000,00 (ao invés de elevá-lo para R\$ 1 milhão), eventualmente acrescentando a exigência de entrega de uma declaração de ciência dos riscos e da possibilidade de perda do patrimônio. Essa opinião também foi manifestada pelo Unibanco, para quem

<sup>26</sup> Embora favorável aos critérios, Brascan não descarta a possibilidade da utilização de critérios subjetivos para salvaguardar os investidores, devendo ser verificado caso a caso.



apenas o montante financeiro não seria bastante para aferir o grau de entendimento financeiro do investidor, devendo ser considerado ainda seu conhecimento sobre todos os riscos ao qual está exposto, bem como examinado seu grau de entendimento sobre mercado financeiro e de capitais. Bovespa, BM&F e Ancor entendem correta a restrição, tal como proposta, inclusive quanto à elevação de valor.

**Comentário SDM:** Somos favoráveis à existência do limite mais alto de qualificação dos investidores neste momento em que se promove uma primeira abertura do mercado brasileiro para admitir a instalação das telas estrangeiras. A imposição ou o aumento do limite não afasta, entretanto, as obrigações de verificação da adequação do investimento (*suitability*) necessárias.

A Bovespa destaca ainda a necessidade de se harmonizar a previsão de instalação de telas com os demais normativos brasileiros que não permitiriam essa possibilidade. Esses normativos seriam a decisão tomada pela CVM em agosto de 2006, sobre o pedido, feito por uma bolsa americana, para instalação de terminais no Brasil, e os Pareceres de Orientação nº 32 e 33.

**Comentário SDM:** A proposta da minuta, a nosso ver, já se encontra harmonizada com as manifestações anteriores da CVM. De maneira geral, essas manifestações afirmam a necessidade de obtenção de registros prévios — do emissor, do valor mobiliário e do intermediário — junto à CVM.

Na minuta, os registros do emissor e do valor mobiliário serão dispensados (art. 69, §2º), e tal dispensa encontra-se amparada pela avaliação que a CVM fizer em relação às condições específicas do pretendente à autorização (art. 67, inc. I, II e III) e à suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na bolsa estrangeira, bem como de seus emissores (art. 69). A competência da CVM para concessão das referidas dispensas encontra-se, respectivamente, nos arts. 21, §6º, I e 19, §5º, da Lei 6.385/76. Não há que se falar, no caso, em dispensa de registro do intermediário, uma vez que o artigo 67 só permite que as telas sejam instaladas em instituições integrantes do sistema de distribuição.

Finalmente, a Anbid entende que, dentre os documentos a serem entregues pela bolsa estrangeira à CVM, mediante solicitação (art. 68, IV), poderá não ser possível o envio dos dados sobre as operações realizadas contendo a identificação dos beneficiários finais. Sustenta que a entrega desses dados deveria estar condicionada à sua efetiva disponibilidade, uma vez que nem todos os países do mundo adotariam, como no Brasil, o sistema da identificação do beneficiário final das operações, sendo mais comum que o depositário tenha apenas o nome do custodiante dos ativos negociados. A exigência desse requisito equivaleria então a inviabilizar a autorização das telas.

**Comentário SDM:** Concordamos com a sugestão e alteramos o art. 68, inc. IV, “a”, para passar a permitir que a identificação dos beneficiários finais das operações realizadas só seja enviada quando tal informação estiver disponível para a bolsa estrangeira.

### 3.8. Admissão à negociação de valores mobiliários

A minuta permite que quaisquer valores mobiliários sejam negociáveis em bolsa ou em mercado de balcão organizado. A admissão à negociação depende apenas de decisão da respectiva entidade administradora, desde que os valores mobiliários tenham sido registrados pela CVM. Quanto às modalidades de negociação, o regime proposto pela minuta é diferente do que dispõe, atualmente, o art. 10, parágrafo único, da Instrução 243/96, que determina que a negociação de valores mobiliários em mercado de balcão organizado em qualquer modalidade, que não o mercado à vista, fica sujeita à prévia autorização da CVM. A minuta não impõe, em princípio, qualquer restrição à realização de negócios à vista ou a prazo nos diversos mercados organizados.

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 valor mobiliário já registrado em um dos dois mercados) 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. 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.

Foram recebidos, quanto ao ponto da “dupla-listagem”, comentários da Anbid e da Ancor, ambos sugerindo que se permitisse a “dupla-listagem” também para ações. De acordo com o participante, o regime atual, estabelecido pela 344/00, visava a impedir que uma ação negociada em bolsa fosse também negociada em mercado de balcão organizado, e que este, à época, mostrava-se muito menos regulado e transparente que o de bolsa. A partir do momento em que a premissa da regulamentação passa a ser não diferenciar os mercados de bolsa dos de balcão organizado, passa a ser necessário liberar o surgimento de novos mecanismos de negociação e liquidez. Essa liberação favorecerá a concorrência entre mercados almejada pela CVM.

O estímulo à competição também é citado pela Anbid em apoio à admissão da “dupla-listagem”. O participante acrescenta ainda que o contexto brasileiro difere do Europeu nesse ponto relativo à renda variável. *“Naqueles”, afirma, “a eventual preocupação com a ineficiência da formação de preços e com a quebra da liquidez se justificaria, dada a intensa multiplicidade de ambientes de negociação de ações (ou seja, não haveria de se falar aí de estímulo à competição entre mercados, dado que este já ocorre naturalmente, em função da grande quantidade de ambientes onde as ações podem ser negociadas)”*.

**Comentário SDM:** Antes de mais nada, cabe mencionar que a minuta proposta permite a negociação de valores mobiliários registrados em uma bolsa nas demais bolsas, desde que autorizado pela entidade administradora, valendo o mesmo entre os diversos mercados de balcão organizado. A redação do dispositivo (art. 57, §3º) foi inclusive alterada para que isso ficasse mais claro do que o que constava da minuta que foi à audiência.

Quanto à permissão da “dupla-listagem” em bolsa e balcão organizado, em que pese ser desejável o incremento da concorrência, a opção da minuta foi cautelosa ao avançar nessa direção. Somos favoráveis à manutenção da proposta, neste momento, por considerarmos que a adoção de estímulos à concorrência deve ser feita de forma gradual, para não colocar em risco a preservação dos mercados organizados



**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ2003/11142

existentes.

Espera-se que os incentivos regulatórios ao estabelecimento de mercados de balcão organizado, que estão sendo propostos nesta norma, resultem no surgimento de competidores nesse segmento. Também a possibilidade de autorização de telas de bolsas estrangeiras pode vir a trazer alguma concorrência a esse ambiente, no Brasil.

De outro lado, as próprias exigências trazidas pela norma quanto à organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado devem significar um ônus adicional, sobretudo para as administradoras dos mercados de bolsa.

Mas é importante destacar que é intenção da CVM retornar a este ponto, trazendo proposta à audiência pública no sentido de permitir a “dupla-listagem” inclusive de ações. Antes disso, pretende-se avaliar os efeitos das transformações impostas pela nova norma, além daquelas decorrentes dos processos de desmutualização e do incremento da concorrência, sobre o funcionamento regular dos mercados organizados e sobre as condições de sustentabilidade de suas entidades administradoras.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2007.

*Original assinado por*  
**ALINE DE MENEZES SANTOS**  
**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**