

OF. DIR.027/2020

São Paulo, 26 de junho de 2020.

Ao senhor
Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 09/19

Prezado senhor,

A ANBIMA vem por meio desta manifestar-se sobre as minutas de Instrução (A, B e C) submetidas à audiência pública por meio do Edital em referência. Em vista da abrangência e da relevância dos assuntos tratados nas minutas, a Associação x apresentados a seguir, em sequência distinta daquela utilizada pela CVM no Edital.

Com isso, a primeira parte do documento reúne as considerações da Associação acerca da [Minuta B](#), que dispõe sobre a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas que neles atuam. Em seguida, foram reunidas as observações da ANBIMA acerca dos temas, igualmente importantes, abordados nas [Minutas A e C](#), respectivamente referentes ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e de suas entidades administradoras e ao regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação.

A despeito de estar organizado em duas partes, o documento reflete preceitos comuns à pluralidade de atividades representadas na ANBIMA, associados à neutralidade da regulação em relação à concorrência, ao equilíbrio entre os diversos ambientes de negociação e à promoção da eficiência e da transparência.

A Associação agradece a oportunidade de manifestar suas sugestões e comentários à consulta e coloca-se desde já à disposição da CVM para participar das interlocuções dela derivadas.



Atenciosamente,

José Carlos Doherty
Superintendente Geral
da ANBIMA

Patrícia Herculano
Superintendente da Representação
Institucional da ANBIMA

Soraya Alves
Gerente Executiva da Assessoria Jurídica e
Compliance da ANBIMA



MANIFESTAÇÃO NO ÂMBITO DA AUDIÊNCIA PÚBLICA 09/19 – MINUTA B**I. INTRODUÇÃO**

A primeira oportunidade em que a ANBIMA se manifestou perante a CVM em relação à atividade de autorregulação das operações e dos participantes dos mercados regulamentados de valores mobiliários no país ocorreu no âmbito da **Audiência Pública SDM nº 5/2013 (“A.P. 5/13”)**. Naquela ocasião, a CVM consultou conceitualmente o mercado acerca das opções regulatórias relacionadas à identificação, mitigação e gerenciamento de riscos que poderiam advir da fragmentação de liquidez e de dados, além da possibilidade de mudanças na estrutura de autorregulação existente.

A manifestação da ANBIMA na A.P. 5/13 tratou de diversos aspectos, e especificamente no que se refere à supervisão, autorregulação e normatização, a posição exarada foi no sentido de que (i) a autorregulação deveria ser **neutra do ponto de vista concorrencial**; e (ii) deveria haver **independência técnica** entre o autorregulador e as entidades administradoras de mercado organizado por meio da instituição de mecanismos que **prevenissem e mitigassem conflitos de interesses**. Além disso, a ANBIMA manifestou preocupação em relação às **fontes disponíveis para financiamento** do autorregulador, bem como à necessidade de a estrutura do autorregulador ser **simples, transparente e compatível com a regulamentação editada pelas autoridades governamentais competentes – nomeadamente, a CVM – evitando-se a duplicidade de regras**.

A ANBIMA também afirmou que o autorregulador deveria se organizar sob a forma de uma entidade sem fins lucrativos, efetivamente apartada das entidades administradoras de mercado organizado, dotada de patrimônio e orçamento próprios, assim como de autonomia administrativa e financeira.

Sob o aspecto da governança do autorregulador, a ANBIMA posicionou-se favoravelmente à participação direta, não apenas de representantes das entidades administradoras de mercado organizado, mas também de representantes dos intermediários e de companhias abertas. A participação desses grupos garantiria representatividade por aqueles que se sujeitariam ao poder normativo e de supervisão do autorregulador. Também foi proposta a criação de comitês específicos, como o de remuneração, auditoria, nomeação e supervisão.

No que se refere à atuação do autorregulador *vis-à-vis* a atuação da CVM, a opinião da ANBIMA foi a de que competiria à CVM definir as regras genéricas e que, após alinhamento com o autorregulador, competiria a este último detalhar as normas e aplicá-las aos participantes.



À época da manifestação no âmbito da A.P. 5/13, a ANBIMA ressaltou que via com ressalva a possibilidade de contratação, por terceiros, dos serviços de supervisão do autorregulador. Essa ressalva fundamentava-se majoritariamente em aspectos de natureza concorrencial.

Em 2016, a CVM se manifestou por meio da Decisão do Colegiado nº 0292/2016, na qual a Autarquia posicionou-se a respeito de relatório elaborado por um grupo de trabalho da própria CVM sobre a concorrência entre bolsas.

O referido grupo de trabalho apresentou ao Colegiado da CVM relatório acerca da autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado. Neste relatório, o grupo discorreu sobre o arcabouço da autorregulação no Brasil, bem como sobre suas vantagens e desvantagens diante da potencial existência de um ambiente de concorrência entre bolsas. Ao final do trabalho, o grupo recomendou a utilização do modelo de autorregulador unificado para todos os ambientes de negociação e, adicionalmente, sugeriu a alteração da Instrução CVM nº 461/2007, de forma a adaptá-la aos princípios norteadores de tal modelo.

De acordo com a ata da reunião realizada em 19.07.2016, o Colegiado tomou conhecimento do referido relatório, opinou a respeito das informações apresentadas e aprovou as propostas nele contidas, determinando, ainda, o encaminhamento do tema à SDM para avaliação da conveniência de alteração da Instrução CVM nº 461/2007 nos moldes propostos.

Em 27.12.2019, foi publicado o Edital da Audiência Pública 09/2019 (**“A.P. 9/19”**) que, dentre diversas propostas de alteração do regime aplicável aos mercados regulamentados de valores mobiliários, trata da criação do autorregulador unificado, conforme texto da Minuta B. A A.P. 9/19 concedeu prazo de 60 dias para que os participantes do mercado posicionem-se sobre o (i) novo modelo proposto para a autorregulação dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado (refletido na Minuta B do Edital da A.P. 9/19); (ii) próprio funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado (refletido na Minuta A do Edital da A.P. 9/19); e (iii) regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (refletido na Minuta C do Edital da A.P. 9/19).

Apesar de a própria CVM ter reconhecido que o prazo para a análise das minutas que integram a A.P. 9/19 era muito exíguo, novas regulamentações que buscam alterar de forma significativa as estruturas dos mercados regulamentados – desde as entidades administradoras até a autorregulação –, demandam uma discussão profunda e contínua entre regulador, regulados e entidades representativas



do setor para avaliar os benefícios e os impactos das propostas correspondentes. Isso se faz ainda mais necessário na medida em que a discussão anterior ocorreu há mais de 7 anos e que as propostas de minutas que foram submetidas na A.P. 9/19 não foram objeto de discussão prévia junto aos destinatários da norma. Ainda assim, cabe reconhecermos que a CVM foi sensível à necessidade de extensão de prazo da Audiência Pública, em meio aos desdobramentos decorrentes da pandemia da Covid-19, atendendo pleito da Anbima e outras entidades¹.

Feito esse breve resgate de como as discussões sobre a figura do autorregulador avançaram ao longo dos últimos anos, a ANBIMA apresentará abaixo sua posição em relação a diversos aspectos concernentes especificamente à Minuta B da audiência pública.

Além disso, a ANBIMA também submete à CVM nova minuta de instrução, alternativa à Minuta B e que segue como Anexo I à presente, refletindo as mudanças defendidas nessa manifestação. Essa nova minuta é preliminar e sua natureza não é, de maneira alguma, vinculante – trata-se de documento preparado pela ANBIMA no prazo da A.P. 9/19 e que pode servir de base para futuras discussões junto ao mercado.

I. NECESSIDADE DE CRIAÇÃO DE AMBIENTE REGULATÓRIO FAVORÁVEL À CONCORRÊNCIA E A IMPOSIÇÃO DE UM AUTORREGULADOR ÚNICO

Como visto anteriormente, já de algum tempo a ANBIMA se mostra favorável à alteração do arcabouço regulatório previsto pela Instrução CVM nº 461/2007. Dentre outras medidas, sempre pareceu razoável a adoção de um modelo de autorregulador único, de forma que a autorregulação passasse a ser exercida não mais por entidades vinculadas às respectivas entidades administradoras de mercado organizado – o que, em um cenário de concorrência, multiplicaria os autorreguladores –, mas por uma entidade inteiramente independente que seria responsável pela autorregulação e supervisão de todas os mercados organizados existentes.

Essa discussão sempre teve como pano de fundo a potencial concorrência entre as entidades administradoras de mercado organizado, já que à época da A.P. 5/13 – quase 8 anos atrás –, bolsas estrangeiras manifestavam interesse em ingressar no mercado brasileiro². Havia, portanto, tanto por

¹ A postergação para 26 de junho do prazo para o recebimento de comentários e sugestão decorreu de pedidos formulados pelo mercado, dentre eles a ANBIMA, em decorrência da decretação da pandemia causada pelo COVID-19 e das dificuldades enfrentadas pelas instituições, tornando o processo de discussão e deliberação com esses stakeholders mais complexo.

² Apenas a título de exemplo, veja-se algumas notícias da época:

(i) <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,nyse-e-atg-querem-criar-nova-bolsa-no-brasil;>



parte da CVM, quanto dos demais participantes do mercado, a expectativa de que, no curto ou médio prazo, a concorrência entre bolsas se tornaria realidade no Brasil.

No entanto, esse cenário de concorrência entre entidades administradoras de mercado organizado nunca chegou a se efetivar.

A possibilidade da entrada de bolsas concorrentes não só foi temporariamente afastada por razões sobre as quais não cabe aqui se alongar, como as únicas entidades administradoras de mercado organizado relevantes existentes no Brasil integraram recentemente suas atividades – formando a B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão –, e passaram a concentrar na nova entidade todos os serviços relativos a mercados organizados de bolsa e de balcão no país, incluindo as infraestruturas de mercado.

Ressalte-se que recentemente foi autorizado o início das operações de uma nova entidade administradora de mercado de balcão – o BBCE – para operar no mercado de energia. Embora represente um avanço, o funcionamento dessa nova entidade nem de longe representa uma mudança de rumo no movimento de concentração que impera sobre os mercados organizados de valores mobiliários. E esse movimento de concentração que se verificou nos últimos anos não pode ser desconsiderado para avaliar a conveniência de se adotar um autorregulador único nos moldes propostos pela Minuta B.

Como dito acima, e na linha da posição defendida na A.P. 5/13, a ANBIMA não é contrária à existência de autorregulador único. No entanto, a adoção de tal modelo nesse momento por imposição regulatória não parece ser o meio mais adequado para sua implementação. Em um cenário de concorrência, potencial ou efetiva, entre ambientes de negociação, o autorregulador único deveria ser aquele mais preparado para exercer essa função e ele deveria ser escolhido a partir da vontade de todos os participantes de mercado.

Considerando, ainda, a situação atual de monopólio exercido pela B3, a assunção da função de autorregulador único pela BSM parece ser o caminho natural a ser implementado nos moldes da Minuta B, na medida em que esse autorregulador vinculado à B3 é, atualmente, o único capaz de assumir para si as funções previstas na minuta de instrução. Tal escolha, contudo, tem o potencial de

(ii) <http://tools.folha.com.br/print?url=http%3A%2F%2Fwww1.folha.uol.com.br%2Fmercado%2F1013996-bovespa-pode-ganhar-concorrente-no-rio-a-partir-de-2012.shtml&site=emcimahora>;

(iii) <http://www.valor.com.br/financas/2718854/cetip-se-prepara-para-atuar-como-bolsa>;

(iv) <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT211327-16359,00.html>; e

(v) <http://en.mercopress.com/2012/06/22/brazil-s-bovespa-monopoly-on-the-line-as-government-considers-boosting-competition>.



afetar o cenário pretendido de competição entre entidades administradoras de mercado organizado e afastar a entrada de novos participantes.

A imposição de um autorregulador único nos moldes propostos pela Minuta B parece não estar em sintonia com os preceitos da Lei nº 13.874/2019 (a Lei da Liberdade Econômica) ao viabilizar que a entidade autorreguladora estabelecida, vinculada ao mercado incumbente, torne-se autorregulador unificado de todos os mercados organizados de valores mobiliários que poderão vir a ser autorizados.

Além da questão anterior, relacionada ao modelo de autorregulação proposto, a Minuta B contém outros pontos que podem não incentivar adequadamente a criação de um ambiente concorrencial favorável para nossos mercados. Embora o incentivo à concorrência não constitua função institucional a ser perseguida pela autarquia, a opinião da ANBIMA é no sentido de que o estímulo à livre concorrência deve permear qualquer discussão relacionada ao desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais e não pode ser deixada à margem pelo regulador – especialmente no contexto de adequação da regulação para um ambiente de concorrência entre mercados organizados.

Existe uma série de questões relacionadas à estrutura e governança do autorregulador único que precisam ser revistas. Esses pontos serão tratados em subcapítulo específico abaixo, mas alguns deles estão diretamente relacionados a questões atinentes à criação de um ambiente regulatório favorável ao aumento da concorrência entre entidades administradoras de mercado organizado.

O primeiro ponto se refere à forma pela qual as entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro se vincularão ao autorregulador unificado.

A CVM propõe que o vínculo decorra de relação associativa ou contratual. Em relação ao vínculo contratual, a entidade administradora de mercado organizado ou a operadora de infraestrutura de mercado financeiro precisará contratar o autorregulador para supervisionar a sua atuação e a dos seus participantes. Nesse caso, o novo entrante se submeterá a obrigações de natureza contratual, incluindo a necessidade de pagamento de preço devido pelos serviços prestados; não obstante o vínculo contratual, nessa hipótese não será assegurado ao entrante direito de participação no âmbito do autorregulador único. Isso inclui a participação nos órgãos sociais do autorregulador, o exercício do direito de voto e a possibilidade de manifestação a respeito da condução das atividades do autorregulador e definição das regras aplicáveis à sua atuação.



Na medida em que entidades vinculadas ao autorregulador por associação terão direitos de participação, há o risco de uma atuação desequilibrada por parte do autorregulador em desfavor daqueles membros associados por vínculo meramente contratual.

Essa diferenciação entre a forma como autorregulados se vincularão ao autorregulador unificado pode desincentivar a criação de um ambiente mais favorável à concorrência, na medida em que pode tirar dos interessados em estabelecer negócios no país a visão de que a estrutura de supervisão seria neutra o suficiente, seja do ponto de vista societário, funcional ou financeiro.

Outro ponto de extrema importância é a possibilidade de informações relevantes e sensíveis serem acessadas por concorrentes.

Neste quesito, por mais que a norma determine que haja autonomia funcional do autorregulador, há o risco de haver o compartilhamento indevido de recursos administrativos e tecnológicos detidos por entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado financeiro que queiram ingressar no mercado com as entidades associadas ao autorregulador unificado que já estejam instaladas e operando. Esse compartilhamento ocorrerá em desfavor das entidades que pretendam aderir ao autorregulador único por meio de contrato.

Pela análise conjunta de diversos artigos da Minuta B (como, por exemplo, os artigos 5º, 6º, II, 7º e 19), a CVM parece ter aberto a possibilidade de o autorregulador único negociar com cada entrante potencial as condições que serão aplicáveis à respectiva relação contratual (incluindo a contraprestação financeira devida ao autorregulador). Como essa negociação será feita caso-a-caso, o autorregulador poderá exigir que a entidade administradora de mercado organizado ou operadora de infraestrutura de mercado financeiro apresente informações societárias, de governança, e de estratégia de negócios, a fim de avaliar riscos supostamente necessários à modelagem da respectiva relação contratual.

Na hipótese de o autorregulador único vir a ser a BSM, a B3, na qualidade de entidade administradora de mercado organizado associada ao autorregulador, poderá ter acesso às informações sensíveis detidas por potenciais ou efetivos concorrentes. Nesse modelo não há incentivo adequado para interessados construir seus negócios no país, pois ficam com a percepção de que precisam dividir tais informações com o autorregulador controlado por seus concorrentes. Além disso, pode suscitar discussão sobre a adequação do preço dos serviços, na medida em que o seu concorrente tem controle sobre o autorregulador.



Em um sistema onde existe um só *player* com poder de mercado significativo, como é o caso da B3, não parece ser conveniente que a regulação lhe confira poderes ainda maiores e crie um ambiente propício para que a entidade administradora de mercado organizado monopolista, por meio de um autorregulador único por ele controlado ou ao menos fortemente influenciado, crie barreiras para a entrada de concorrentes.

Por todas as razões acima, a posição da ANBIMA é a de que a regulação não deveria impor um autorregulador único – pode-se até cogitar que tal forma de autorregulação seja facultada, mas jamais exigida. Além disso, a vinculação ao autorregulador deveria ocorrer exclusivamente mediante vínculo associativo, de modo a assegurar que (i) todos os associados detenham os mesmos deveres e direitos, incluindo de natureza política; e (ii) haverá transparência nas regras para a associação. Essas sugestões estão refletidas na minuta alternativa de instrução que segue anexa à presente.

Não obstante, caso seja admitida a criação de um autorregulador único nos termos atualmente propostos pela Minuta B, sua implementação deve ser cercada de muitos cuidados, como aqueles que são mencionados ao longo desta manifestação. Como se nota, a concepção do modelo de autorregulador único por imposição regulatória é um tema complexo que demanda um aprofundamento da discussão por todos os *stakeholders* envolvidos.

II. ESTRUTURA E GOVERNANÇA DO AUTORREGULADOR

A ANBIMA entende que a autorregulação deve ser o que sempre foi: uma estrutura de supervisão próxima aos agentes de mercado. O autorregulador não deve ser um regulador privado, mas sim entidade representativa e de legitimidade reconhecida pelos agentes de mercado, de modo a tornar sua atuação mais efetiva e naturalmente distinta daquela que é exercida pelo regulador estatal.

A proposta da CVM replica, quase que em sua totalidade, o modelo atualmente previsto na Instrução CVM nº 461/2007, mantendo (i) o autorregulador vinculado direta e exclusivamente à entidade administradora de mercado organizado existente (leia-se, a B3); e (ii) as figuras da assembleia geral, do conselho de autorregulação e do diretor de autorregulação como principais órgãos de governança do autorregulador.

A assembleia geral, no modelo apresentado, contará apenas com a participação e deliberação de seus associados, que são exclusivamente as entidades administradoras de mercado organizado ou operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.



De acordo com a Minuta B, a assembleia geral tem competências para (i) aprovar o orçamento anual da entidade autorreguladora; (ii) aprovar o código de conduta, as políticas de gerenciamento de riscos, de indicação e de remuneração e suas revisões; (iii) eleger e destituir os membros do conselho de autorregulação e o diretor de autorregulação, observado o disposto no inciso IV do art. 31; (iv) escolher e destituir o auditor independente; (v) aprovar a remuneração dos membros do conselho de autorregulação e do diretor de autorregulação; e (vi) avaliar, anualmente, o desempenho do diretor de autorregulação e dos membros do conselho de autorregulação.

O conselho de autorregulação, por sua vez, tem a responsabilidade de dar andamento às atividades de supervisão, verificando o cumprimento do plano de trabalho e julgando os processos instaurados, instruídos e conduzidos pela entidade autorreguladora.

Apesar de a Minuta B ter proposto que o conselho de autorregulação seja composto exclusivamente por membros independentes – adotando uma definição bastante ampla e restritiva de “independência” – , buscando com isso mitigar eventuais conflitos de interesse, na prática essa proposta apenas tira da autorregulação um dos seus elementos essenciais – que é a sua proximidade com o mercado autorregulado – e impede que profissionais com conhecimento e experiência no setor e cuja atuação poderia ajudar a conferir maior tecnicidade às decisões participem da autorregulação.

Sobre esse ponto, ressalte-se que excluir a participação de representantes dos stakeholders é um modelo que sequer é adotado em mercados mais avançados que o nosso como, por exemplo, o americano.

Por lá o modelo de autorregulação unificada – que, aliás, é hoje pródigo em críticas – se concentra na figura da Financial Industry Regulatory Authority (“**FINRA**”), entidade sem fins lucrativos e desvinculada institucionalmente das bolsas de valores.

As estruturas de autorregulação existentes nos Estados Unidos no final da década de 90 e início dos anos 2000 se assemelhavam muito ao que hoje é adotado pela B3, isto é, bolsas desmutualizadas que mantinham seus departamentos de autorregulação segregados em entidades financeiramente independentes, mas que, societariamente, permaneciam vinculadas e controladas pelas respectivas entidades administradoras de mercado organizado.

Mesmo externando sua preocupação quanto aos potenciais conflitos de interesse inerentes a tal modelo, a SEC optou por não impor o modelo de autorregulação que julgava mais adequado, mas sim



em deixar que os participantes decidissem a estrutura que melhor tratasse das preocupações expostas pela SEC. Confira-se, nesse sentido, o seguinte trecho da *SRO Governance and Transparency Proposal*:

“The proposed rules would require exchanges and associations to establish policies and procedures that provide for the independence of their regulatory programs from the operation or administration of their trading facilities and other businesses. Specifically, the proposals would require that the exchange’s or association’s regulatory program be either: (1) structurally separated from the exchange’s or association’s market operations and other commercial interests, by means of separate legal entities; or (2) functionally separated within the same legal entity from the exchange’s or association’s market operations and other commercial interests. [...]

By not mandating a particular structure for this separation – focusing on the ends rather than the means – the proposed rules would provide exchanges and associations with a measure of flexibility in determining how best to achieve the result of functional independence of the regulatory program.”

Nesse cenário de maior flexibilidade para a definição de um modelo de autorregulação que fosse conveniente aos participantes do mercado, a NASD e NYSE Regulation fundiram-se em julho de 2007, formando um órgão autorregulador único: a FINRA.

A partir da criação da FINRA, a autorregulação nos Estados Unidos passou a se sustentar em um modelo híbrido, no qual existe apenas um ente autorregulador responsável pelas funções normativas, fiscalizatórias e punitivas, desvinculado das bolsas de valores, e diferentes entidades administradoras de mercado organizado³, que preservam certas competências normativas residuais e estruturas autorregulatórias para análise de assuntos específicos dos seus respectivos mercados.

No que se refere à estrutura de governança da FINRA, seu estatuto social estabelece regras de representatividade que garantem que o conselho de administração (*Board of Governors*) da entidade seja composto por uma quantidade mínima de membros representantes da indústria (corretoras, empresas de seguro, firmas de investimento) e por pessoas indicadas pelo público (sem qualquer relação com corretoras ou com outras entidades de autorregulação).

³ A lista completa das entidades administradoras de mercado registradas perante a SEC pode ser encontrada em <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexcanges.shtml>.



Ainda que não seja objeto da presente manifestação analisar em detalhes a estrutura de governança da FINRA, as exigências mínimas de composição do seu *Board of Governors* e o fato de o referido *Board* não contar com membros indicados pelas bolsas demonstram que a adoção do modelo de autorregulador único pelos Estados Unidos foi realizada com a preocupação de garantir a representatividade dos diferentes *players* do mercado norte-americano no conselho da referida entidade e, ao mesmo tempo, mitigar o potencial conflito de interesses que adviria caso se permitisse que as diferentes entidades administradoras de mercado indicassem membros para o *Board*.

Não menos importante, a figura do diretor de autorregulação tal qual regulada pela Minuta B também merece destaques. O primeiro é o fato de a proposta de norma limitar a criação de outras diretorias, concentrando no diretor de autorregulação todas as funções executivas do autorregulador. Em determinadas situações, a Minuta B estabelece que esse diretor seria competente para criar a norma, executá-la e supervisionar o seu cumprimento⁴, tarefas que não deveriam ficar sob a responsabilidade da mesma estrutura. A própria CVM, em diversas normas por ela editadas (como, por exemplo, a de administração de carteiras), estabelece a figura do diretor responsável pela execução das normas e outro pelo seu cumprimento, buscando justamente garantir uma segregação adequada e coerente entre essas atividades.

Não parece adequado delegar exclusivamente a um único diretor todas as competências acima descritas e vincular o seu reporte a um conselho de autorregulação que possui responsabilidade exclusiva para as atividades de supervisão. Essa estrutura reforça o modelo de conflito de interesses que se busca proteger. A concentração de funções pode deslegitimar a atuação da entidade autorreguladora, tornando a própria autorregulação pouco efetiva e legítima. Nesse sentido, a posição da ANBIMA é a de que o diretor de autorregulação deveria ter como função exclusiva cuidar das atividades de supervisão.

Com isso, a ANBIMA entende que o modelo de estrutura e governança do autorregulador proposto pela CVM na Minuta B deve ser integralmente reformulado.

Em suma, há necessidade de se garantir a participação efetiva dos agentes que serão autorregulados nas diversas esferas do autorregulador, desde a governança, com ingerência na definição da sua estrutura, organização e custos, como também na definição das regras e procedimentos que serão

⁴ Como, por exemplo, sugerir ao conselho de autorregulação alterações do código de conduta e das políticas de gerenciamento de risco (art. 32, §1º, V da Minuta B) e também avaliar e monitorar a gestão de riscos da entidade autorreguladora e o cumprimento do código de conduta (art. 32, §1º, IV da Minuta B).



definidos e impostos aos participantes, conforme mencionado na manifestação da ANBIMA à Minuta A do Edital, especialmente no que tange às regras para tratamento de grandes lotes ou a previsão dos critérios mínimos para a admissão de participantes pelas entidades administradoras de mercado organizado.

Além da necessidade de a vinculação ser efetivada exclusivamente por meio associativo para toda e qualquer entidade que venha a operar em mercados organizados (tal como mencionado no subcapítulo II acima), deve ser ampliada a representação dos participantes de mercado, mediante a possibilidade de as associações representantes dos demais *players* que estarão sujeitos à supervisão do autorregulador também participarem da governança da estrutura associativa do autorregulador.

Propõe-se, ainda, a criação de um conselho de administração composto por representantes das entidades associadas ao autorregulador e que teria como competências básicas a eleição da diretoria, a edição de atos normativos e a aprovação da orientação geral das atividades do autorregulador (que, destaca-se, não está limitado à supervisão, tendo a missão de desenvolver atividades de cunho educacional de promoção da eficiência e integridade do mercado de valores mobiliários). A composição do conselho de administração seria formada por pessoas de notório saber e conhecimento da matéria, devendo a maioria ser independente, mas garantindo-se representatividade dos participantes de mercado.

O atual conselho de autorregulação seria substituído por um conselho de supervisão, responsável por conduzir e julgar processos. Esse conselho seria composto por uma combinação de conselheiros independentes e representantes de mercado.

A diretoria passaria a ser composta por, no mínimo, dois diretores, sendo um diretor de supervisão, com dedicação às atividades de supervisão do autorregulador, e outro diretor de controles (*compliance*), responsável pela verificação do cumprimento das obrigações do autorregulador. Nessa nova estrutura proposta, a diretoria responderia funcionalmente ao conselho de administração, sendo que o diretor de supervisão responderia também ao conselho de supervisão.

As atividades de criação de normas (para o mercado e para o próprio autorregulador, como políticas de indicação, remuneração, etc.) e requisitos mínimos deve ser orientada e aprovada pelo conselho de administração, garantindo a participação efetiva de todos os *players* supervisionados.

A estrutura acima está refletida na minuta alternativa de instrução que segue anexa à presente.



Ademais, a ANBIMA posiciona-se favoravelmente à instituição, no âmbito do autorregulador, de um conselho fiscal com obrigatória participação de membro indicado pelas entidades associadas ao autorregulador (e também das entidades contratantes, caso a Minuta B continue a aceitar a possibilidade de formação de vínculo contratual entre o autorregulador único e autorregulado). O conselho fiscal teria competência para (i) examinar os balancetes e as demonstrações financeiras e os relatórios dos auditores independentes; (ii) supervisionar as práticas contábeis e monitorar a gestão de riscos e controles internos do autorregulador unificado; (iii) fiscalizar a atuação dos membros dos conselhos e da diretoria do autorregulador; e (iv) fiscalizar a administração dos recursos financeiros do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP.

III. FONTE DE FINANCIAMENTO DO AUTORREGULADOR ÚNICO

A ANBIMA entende que a fonte de financiamento do autorregulador único deve ser oriunda exclusivamente das operações de mercado sujeitas à sua supervisão, devendo ser vedada a utilização de recursos oriundos de multas e contrapartidas financeiras decorrentes da atividade sancionadora exercida pelo autorregulador (na Minuta B, essa prática parece ser permitida por força do art. 19, §1º).

A desvinculação da fonte de financiamento cria dois incentivos positivos: primeiro, cria independência efetiva dos seus órgãos de administração, em especial dos membros de supervisão (conselheiros e diretor), permitindo-lhes que seja sempre tomada a melhor decisão sobre o autorregulador e sobre os casos submetidos à sua análise; segundo, porque exige que o autorregulador equilibre os seus custos de forma a manter taxas atrativas para o mercado.

A ANBIMA entende que esse fator, somado à não exigência regulatória da constituição de um único autorregulador, forma elementos essenciais para permitir a criação de condições adequadas de concorrência entre autorreguladores, evitando que haja oneração dos custos de observância e incentivando inovação e soluções mais rápidas, seguras e acessíveis.

IV. COMPETÊNCIAS DO AUTORREGULADOR

A CVM questiona no Edital da A.P. 9/19 a ampliação das competências do autorregulador proposto na Minuta B, solicitando comentários sobre a adequação do escopo de atividades atribuído à autorregulação unificada e se há atividades que deveriam ser excluídas ou incluídas na norma, com a indicação do motivo para a respectiva exclusão ou inclusão.



Como se sabe, no Brasil existe a obrigação legal de bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de valores mobiliários, na qualidade de órgãos auxiliares da CVM, fiscalizarem os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. Tal obrigação decorre da própria Lei nº 6.385/1976⁵ e representa aquilo que se convencionou chamar de autorregulação legal.

O exercício da autorregulação legal no Brasil se dá hoje, basicamente, no âmbito da BSM, que atua em verdadeira colaboração com o Poder Público⁶, sendo-lhe delegado poderes para o exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários. A esse respeito, Nelson Eizirik explica que:

“Apesar de sua natureza privada, é amplamente reconhecido que as bolsas exercem funções de interesse público, na medida em que lhes é assegurado o exercício de autêntico poder de polícia, não apenas no recinto do pregão e durante a sua realização, mas também fora dele, fiscalizando as atividades das sociedades corretoras.

Nesta linha, as bolsas podem ser incluídas dentre os órgãos de colaboração do Poder Público, que assumem uma função cada vez mais importante, em face da hipertrofia do Estado e sua consequente impossibilidade de exercer todas as suas funções.”⁷

Deve-se ter em mente que o autorregulador unificado proposto pela CVM estará inserido no modelo de autorregulação legal previsto na legislação do mercado de capitais. Caberá a ele, portanto, nos termos do já citado art. 17 da Lei nº 6.385/1976, atuar na qualidade de órgão auxiliar da CVM, fiscalizando os respectivos membros e as operações com valores mobiliários realizadas nos mercados por ele supervisionados. É essa a competência do autorregulador e é esse o limite aplicável às atividades a serem atribuídas a essa entidade.

⁵ Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. §1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

⁶ O sistema legal brasileiro de disciplina do mercado de capitais fundamenta-se no conceito de que a fiscalização e regulação das corretoras e das operações em bursáteis compete, primeiramente, às bolsas, cabendo à CVM supervisionar o exercício de tais poderes autorregulatórios, a fim de assegurar que estes sejam exercidos tendo em vista o interesse público. Neste sentido, constata-se a existência de um duplo grau de fiscalização, em que as bolsas fiscalizam as corretoras e as operações por elas realizadas, enquanto a CVM supervisiona o exercício de tal competência por parte das bolsas.

⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 195.



A delegação de atividades estatais sem o devido amparo legal já foi objeto de discussão judicial⁸ a na percepção da ANBIMA a ampliação das competências conforme proposto pela Minuta B pode trazer questionamentos semelhantes e, com isso, gerar instabilidade em um modelo que hoje é estável e sem questionamentos.

Atualmente, o art. 36 da Instrução CVM nº 461/2007 estabelece que “[o] Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora”. Essas competências estão em linha com as diretrizes dispostas no art. 17 da Lei nº 6.385/1976.

O art. 8º da Minuta B, contudo, não replicou o dispositivo acima e, ao inovar, parece ter ampliado as competências atribuídas ao autorregulador único. Esse artigo estabelece que “a entidade autorreguladora deve supervisionar: (i) as operações realizadas nos mercados organizados e nas infraestruturas do mercado financeiro; (ii) os participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, bem como seus administradores, funcionários e prepostos; e (iii) os investidores e demais participantes que possuam acesso direto aos mercados organizados ou, quando for o caso, às respectivas infraestruturas do mercado financeiro mediante a existência de arranjos contratuais nesse sentido”.

O art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976 afirma que as entidades administradoras de mercado organizado devem fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. Como a redação desse artigo data de antes do processo de desmutualização das bolsas, conclui-se que a autorregulação legal deveria abranger apenas as operações realizadas nos mercados regulamentados e a atuação dos intermediários em tais mercados (considerando que os intermediários eram os antigos membros dos mercados organizados antes da desmutualização).

O autorregulador legal não tem, portanto, competência para fiscalizar a atuação dos administradores, prepostos e funcionários dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, bem como a atuação dos investidores e demais participantes com acesso direto aos mercados organizados.

⁸ Processo nº 0000535-78.2016.4.03.6100, em trâmite perante o Juízo da 24ª Vara Federal da Seção Judiciária da São Paulo.



Essas competências apenas poderiam ser exercidas pelo autorregulador no âmbito de uma autorregulação voluntária, condicionada, portanto, à adesão e aceitação voluntária dos autorregulados.

Neste sentido, a ANBIMA entende que as competências do autorregulador devem ater-se às operações realizadas no âmbito das entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado e às atividades de intermediação cursadas pelos intermediários nos respectivos mercados regulamentados.

Nessa mesma linha, a ANBIMA entende que não deveria haver a possibilidade de criação de outras competências correlatas ao autorregulador unificado, mediante autorização da CVM, como propõe o parágrafo 1º do art. 10 da Minuta B, sob risco de serem extrapoladas competências do autorregulador sem prévia discussão com o mercado.

Ainda, a ANBIMA entende que o art. 10, inciso VI da Minuta B, que estabelece a possibilidade de a CVM solicitar a opinião do autorregulador sobre *“as regras e procedimentos operacionais das entidades administradoras de mercado organizado, das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro e das entidades que pleiteiem autorização para o exercício dessas atividades, na forma da regulamentação específica”*, deve ser excluído. Assumindo que o autorregulador único será uma entidade vinculada a uma entidade administradora de mercado organizado já existente (provavelmente, a BSM vinculada à B3), o referido artigo abre a possibilidade de o autorregulador opinar sobre a atuação de potenciais concorrentes à entidade administradora de mercado organizado associada ao autorregulador. O prejuízo à concorrência é evidente.

Um ponto adicional que a ANBIMA entende conveniente regular na Minuta B refere-se à necessidade de compatibilização entre os processos iniciados pelo autorregulador e pela CVM. Atualmente, a Instrução CVM nº 461/2007 prevê a possibilidade de a CVM aproveitar investigações conduzidas e penalidades impostas pelo autorregulador no exercício da sua atividade de supervisão (§§4º, 5º e 6º do art. 49) – sempre interpretou-se que essas disposições conferiam à CVM um “poder-dever”, de forma a evitar a duplicidade de procedimentos e aplicação de penalidades pelo autorregulador legal e pelo regulador estatal decorrentes dos mesmos fatos.

Essas regras, no entanto, não foram incluídas na Minuta B. A ANBIMA entende que a sua manutenção é recomendável e que sejam promovidas as alterações necessárias para esclarecer que a CVM tem o



poder-dever de considerar, no âmbito da sua atividade de fiscalização, os processos conduzidos no âmbito do autorregulador legal.

Outro avanço que deveria ser revisto e previsto na norma refere-se ao procedimento de comunicação à CVM de operações suspeitas envolvendo investidores que não estão sujeitos à supervisão do autorregulador. O art. 8º, §2º da Minuta B determina que os eventuais desvios identificados pela entidade autorreguladora devem ser comunicados à CVM, e o art. 49 determina que a entidade autorreguladora deve enviar à CVM imediatamente, informação sobre a ocorrência, ou indícios de ocorrência, de infração grave às normas da CVM. Na prática, antes de informar a CVM sobre desvios identificados, o autorregulador formula questionamento ao intermediário, que presta as informações que entender pertinentes ao autorregulador – não há, contudo, qualquer previsão a respeito da necessidade de ser dada ciência ao investidor envolvido na operação para que faça o mesmo. Como o investidor não tem a ciência da investigação que pesava sobre operação da qual participou, e tampouco teve a oportunidade de prestar os seus esclarecimentos ao autorregulador, o reporte do autorregulador conterà apenas parte das informações sobre o caso (provenientes dos intermediários). Isso gera uma assimetria de tratamento entre os participantes (intermediários e investidores) e, na opinião da ANBIMA, deveria ser previsto na norma a obrigação de o investidor ser comunicado pelo autorregulador sobre a operação suspeita e ter a oportunidade de se manifestar previamente à comunicação da operação à CVM. Com base na informação completa da operação, o autorregulador pode avaliar se realmente é o caso de reporte à CVM e a CVM terá uma avaliação completa sobre o caso. Essa mudança amplia a transparência da atuação do autorregulador, aumenta a eficiência dos sistemas de autorregulação e regulação, garante ao investidor envolvido o direito de se manifestar sobre operações a ele relacionadas, otimiza esforços de todos os envolvidos e permite uma correção mais rápida pelo investidor da sua conduta, evitando a ocorrência de situações semelhantes.

Por fim, no que se refere ao questionamento formulado no Edital da A.P. 9/19 a respeito da possibilidade de a autorregulação unificada ser aplicada de forma obrigatória a todas as entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado ou se, considerando o papel desempenhado pela autorregulação unificada em ambiente de fragmentação de liquidez e de dados, a submissão obrigatória deveria se aplicar somente às entidades administradoras de mercado de bolsa e às entidades que administrem de mercado de balcão organizado que admitam à negociação valores mobiliários negociados em mercado de bolsa, a ANBIMA entende que a proposta da Minuta B é adequada.

A minuta alternativa apresentada no âmbito desta manifestação reflete os entendimentos acima.



V. MECANISMO DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS – MRP

O MRP é mecanismo essencial para garantir a proteção dos investidores que operam nos mercados organizados e deve ser utilizado exclusivamente para essa finalidade (incluindo o custeio de atividades educacionais sobre os mercados). Os recursos do MRP não podem ser destinados para qualquer outra finalidade, em especial para o financiamento das atividades do próprio autorregulador.

No âmbito do Edital da A.P. 9/19, a CVM questiona sobre: (a) fixação de valor de ressarcimento idêntico ao ressarcido pelo Fundo Garantidor de Créditos, a despeito da natureza distinta desses mecanismos; (b) ampliação das hipóteses de ressarcimento em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial de intermediário pelo Banco Central do Brasil, considerando o saldo em conta corrente independentemente de sua origem; e (c) adequação do critério de correção constante do regulamento do MRP e fixação do termo inicial da correção como sendo a data da ocorrência do prejuízo a ser indenizado.

No que tange à possibilidade de equiparação dos valores de ressarcimento do MRP aos praticados pelo FGC, a ANBIMA entende tratar-se de situações completamente diferentes. Enquanto o FGC busca a proteção de riscos de crédito dos emissores, com o objetivo de garantir a solvência e solidez do sistema financeiro, evitando a chamada “corrida aos bancos” em caso de problemas com determinada instituição, o MRP busca proteger os investidores do mercado de capitais de falhas operacionais, seja por parte dos intermediários e custodiantes ou de riscos decorrentes de ambiente de fragmentação do mercado organizado de bolsa.

Assim, a mera equiparação dos valores não parece adequada, mesmo em vista do fato de o patrimônio do MRP ser significativamente maior do que o patrimônio do FGC (o patrimônio do FGC corresponde a, aproximadamente, setenta e sete milhões de reais⁹).

No que diz respeito à ampliação das hipóteses de ressarcimento em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil, a Minuta B prevê que os investidores podem obter ressarcimento em valor ilimitado pelos recursos depositados na conta corrente do intermediário (art. 39). A alteração proposta deve ser retirada da Minuta B, pois pretende atribuir ao MRP a obrigação de atuar como fundo garantidor, conferindo ao investidor a

⁹ Valores apurados com base nas demonstrações financeiras data base 2018.



possibilidade obter ressarcimento integral e ilimitado dos valores depositados na conta corrente do intermediário.

A Minuta B também inclui nova hipótese de ressarcimento não prevista atualmente na Instrução CVM nº 461/2007, consistente no *“descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente”* (art. 38 da Minuta B). Esse dispositivo deve ser retirado da Minuta B, porque amplia demasiada e desproporcionalmente a possibilidade de responsabilização dos intermediários. Mesmo nos casos em que os investimentos tenham sido realizados de forma regular, os investidores poderão alegar que as operações estavam desenquadradas de seu perfil de risco, e que o intermediário não poderia ter permitido a realização da respectiva operação.

Além do mais, há uma questão de fundo que justifica o pedido para excluir a nova hipótese de ressarcimento prevista na Minuta B e referida acima. A verificação do cumprimento das obrigações de *suitability* pelos intermediários foge ao rol de competências que devem/podem ser atribuídas aos autorreguladores legais. Como já foi dito acima, o art. 17, §1º da Lei nº 6.385/1976 determina que às entidades administradoras de mercado organizado incumbem, como órgãos auxiliares desta CVM, fiscalizar os membros e as operações com valores mobiliários realizadas nos respectivos mercados. Ou seja, o que a legislação determina é que o autorregulador deve supervisionar as atividades de intermediação exercidas e a regularidade das operações realizadas no próprio mercado supervisionado vinculado ao autorregulador. O cumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente trata-se de um dever/atividade de outra natureza atribuída aos intermediários e que não se relaciona propriamente às operações realizadas em mercados supervisionados pelo autorregulador.

Na mesma linha, a Minuta B estabelece que a *“demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita, ainda que tenha recebido avisos, extratos e notas de corretagem relativos à operação reclamada”* (art. 42, §1º da Minuta B). Esse dispositivo também deve ser removido da minuta, pois garante ao investidor o direito de ingressar com reclamação independentemente do seu conhecimento sobre a operação.

Alguns aspectos relacionados ao rito processual do MRP também precisam ser corrigidos na Minuta B. Com o art. 42, §2º, a CVM estabelece que o reclamante no âmbito dos processos de MRP poderá *“apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias úteis, recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento”*. A CVM não faz qualquer referência, contudo, à possibilidade de interposição de recurso equivalente pela reclamada, de modo que o referido dispositivo cria um desequilíbrio processual injustificado em favor do reclamante, desrespeitado o princípio da ampla defesa.



Vale destacar que, atualmente, as regras do MRP administrado pela BSM já preveem mais oportunidades de recurso ao reclamante – enquanto são dadas quatro oportunidades de recurso ao reclamante, a reclamada pode recorrer em apenas uma situação¹⁰. Essa distorção não foi corrigida pela Minuta B, que, pelo contrário, agravou ainda mais o desequilíbrio hoje existente em favor do reclamante.

Ainda, a Minuta B não tratou de elementos relevantes acerca da administração de recursos e do patrimônio do MRP. Considerando o histórico e a evolução da regulação referente ao MRP, a alteração da Instrução CVM nº 461/2007 desencadeia uma série de questionamentos relacionados ao tratamento e possibilidade de disposição dos recursos que compõem o patrimônio do MRP.

Historicamente, a origem do MRP data da Resolução CMN nº 39/66, que instituiu os fundos de garantia das bolsas de valores, uma forma alternativa à justiça comum para que investidores pudessem buscar ressarcimento por irregularidades cometidas por instituições intermediárias no âmbito de operações nas bolsas de valores. A Resolução determinava, ainda, que o fundo de garantia seria composto pelas importâncias pagas às bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão, e também por taxa a ser cobrada dos associados das bolsas, equivalente a 1% das corretagens por eles recebidas (art. 47). O patrimônio do fundo de garantia era segregado do patrimônio da bolsa, possuindo a característica de um patrimônio de afetação, destinado apenas à finalidade específica de ressarcimento dos investidores.

Com o tempo, o fundo de garantia passou a ser previsto na Resolução CMN nº 2.690/00, que previa que o limite mínimo do patrimônio do fundo de garantia deveria ser estipulado pelas bolsas de valores, e aprovado pela CVM. Sempre que o patrimônio do fundo estivesse abaixo desse limite mínimo, as sociedades membros seriam chamadas a aportar recursos para atingir o limite mínimo. Em 2003, por

¹⁰ Nos termos do atual regulamento do MRP administrado pela BSM, as possibilidades de recurso para o reclamante são as seguintes:

- Art. 20, II, a: se a reclamação for arquivada pelo diretor de autorregulação da BSM por falta de elementos, o reclamante pode recorrer ao pleno do conselho de supervisão;
- Art. 20, III, b: se o pleno do conselho de supervisão ratificar a decisão do diretor de autorregulação pelo arquivamento do processo, o reclamante pode recorrer à CVM;
- Art. 20, III, a: se a reclamação for julgada total ou parcialmente improcedente pelo diretor de autorregulação, o reclamante pode recorrer à CVM; e
- Art. 20, III, c: se o pleno do conselho de supervisão deferir recurso apresentado pela reclamada, julgando total ou parcialmente improcedente a reclamação, o reclamante também pode recorrer à Autarquia para tentar reverter a decisão.

Já a reclamada só tem direito de recurso no caso do art. 20, II, b. Quando for julgada total ou parcialmente procedente pelo diretor de autorregulação, a reclamada pode apenas recorrer ao pleno do conselho de supervisão.



meio da Resolução 297/2003/CA, a Bovespa instituiu uma contribuição mensal para as corretoras associadas, calculada de acordo com o percentual do volume total de negociações.

O fundo de garantia foi substituído pelo MRP a partir da criação da BSM, e os recursos que compunham o patrimônio do fundo de garantia foram revertidos para o patrimônio do MRP. O MRP não possui personalidade jurídica própria, e esse patrimônio continuou sendo um patrimônio de afetação, totalmente separado e sem comunicação com o patrimônio da BSM. Da mesma forma que o patrimônio do MRP não pode ser dispendido para satisfazer obrigações da BSM ou da B3, esta também não é obrigada a injetar recursos no MRP caso eles se tornem insuficientes para atender à sua finalidade.

Há alguns anos, parte do patrimônio do MRP foi devolvido às corretoras, tendo em vista que o Conselho de Supervisão da BSM estipulou um valor máximo para o patrimônio do MRP¹¹, e os recursos depositados no MRP naquele momento superavam esse limite.

O fato é que, ao tratar do MRP, a Minuta B não trouxe qualquer informação sobre a destinação ou o tratamento a ser dado a esses recursos – talvez por entender que, de fato, é a BSM quem continuaria responsável, na qualidade de autorregulador único, por administrar o patrimônio do MRP.

Não obstante, é importante lembrar que o patrimônio do MRP é oriundo de contribuições de corretoras. Caso seja instituído um autorregulador único imposto, esses recursos seriam transferidos para o autorregulador único? Seriam devolvidos aos intermediários que contribuíram ao longo dos anos para a formação do patrimônio? O que ocorrerá com esse patrimônio caso venha a ser instituído um modelo no qual concorram diversos autorreguladores? Nessa hipótese, o MRP deveria ser administrado por uma autoridade independente dos autorreguladores?

Ademais, a administração desses recursos pelo próprio autorregulador pode representar mais um desincentivo à concorrência na medida que pode constituir uma barreira à entrada de novas administradoras que não possuem o saldo existente para o ressarcimento de prejuízos decorrentes de operações realizadas em seus ambientes, bem como precisariam constituir esses recursos com novas contribuições dos seus participantes – que são os mesmos que já contribuíram para o MRP.

¹¹ Por meio da Resolução nº 1/2011, de 08.08.2011, o Conselho de Supervisão da BSM fixou o patrimônio mínimo do MRP em R\$276.600.000,00 e o patrimônio máximo do MRP em R\$323.700.000,00. Mais recentemente, por meio da resolução nº 01/2015, de 11.06.2015, o Conselho de Supervisão da BSM alterou o patrimônio mínimo do MRP para R\$192.200.000,00 e o patrimônio máximo para R\$200.900.000,00.



Nos momentos em que a Minuta B efetivamente aborda o assunto concernente ao patrimônio do MRP, ela traz regras muito genéricas sobre a administração desses recursos, delegando ao próprio autorregulador a decisão final sobre diversos aspectos relevantes sem, contudo, exigir de forma clara e transparente a responsabilidade pela administração desses recursos que somam mais de trezentos e setenta e sete milhões de reais. Ao comparar a governança imposta ao FGC e a forma como são geridos os recursos, a percepção da ANBIMA é a de que o MRP precisaria ter tratamento equivalente, observadas as diferenças naturais existentes entre esses mecanismos. O saldo do MRP representa o recolhimento compulsório realizado por cada participante ao longo dos anos e é de extrema importância que a administração e utilização cumpram os fins desejados.

Por conta de todos esses motivos, a ANBIMA entende que uma discussão mais aprofundada, envolvendo as entidades interessadas nessa matéria, se faz essencial.



Rio de Janeiro, [--] de 2020.

[ESQUELETO DA NOVA PROPOSTA DE MINUTA B]

INSTRUÇÃO CVM Nº [--], DE [--]

Dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das entidades autorreguladoras dos mercados organizados e das infraestruturas do mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [--], tendo em vista o disposto nos arts. 8º, inciso I, 17, § 1º e 18, inciso I, alínea “f”, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, APROVOU a seguinte Instrução:

CAPÍTULO I – ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º. A presente Instrução dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação dos mercados organizados e das infraestruturas do mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários.

Art. 2º. Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:

I – entidades representativas: entidades que representam os interesses dos (i) participantes das entidades administradoras de mercado organizado ou operadoras das infraestruturas do mercado financeiro; ou (ii) emissores de valores mobiliários negociados nos mercados organizados;

II – mercado organizado: espaço físico ou sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros, conforme autorizado pela CVM nos termos da regulamentação específica;

III – entidade administradora de mercado organizado: entidade autorizada pela CVM a administrar mercado de bolsa de valores, de mercadorias e de futuros ou mercado de balcão organizado, conforme definido na regulamentação específica;



IV – entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro: entidade que realiza, cumulativa ou isoladamente, o processamento e a liquidação de operações, o registro e o depósito centralizado de valores mobiliários; e

V – participante: pessoa jurídica, fundo ou veículo de investimento coletivo com autorização de acesso concedida por entidade administradora de mercado organizado ou por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro na forma da regulamentação em vigor.

Art. 3º. De forma a garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados organizados, as entidades administradoras de mercado organizado, as operadoras de infraestrutura do mercado financeiro e as entidades representativas devem se vincular a pelo menos uma entidade autorreguladora que será responsável por realizar as atividades de autorregulação e supervisão previstas nesta Instrução.

Parágrafo único. A entidade autorreguladora referida no caput deve ser constituída sob a forma de associação.

CAPÍTULO II – VÍNCULO COM AS ENTIDADES AUTORREGULADORAS

Art. 4º. O vínculo de que trata o art. 3º, a ser firmado entre as entidades administradoras de mercado organizado, entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro e entidades representativas com a entidade autorreguladora, terá natureza associativa.

§ 1º. Os associados da entidade autorreguladora deverão ter iguais direitos, mas o estatuto da entidade autorreguladora poderá instituir categorias de associados com vantagens especiais.

§ 2º. O estatuto da entidade autorreguladora deve dispor sobre os requisitos e procedimentos aplicáveis ao processo de admissão, demissão e exclusão dos seus associados.

Art. 5º. O estatuto da entidade autorreguladora deve dispor sobre o valor da contraprestação a ser aportado ao patrimônio da entidade autorreguladora pelos respectivos associados, bem como sobre a proporção mínima e máxima do patrimônio da entidade autorreguladora de que os seus respectivos associados podem ser titulares, devendo a proporção máxima ser fixada conforme critérios de apuração da participação de mercado estabelecidos no estatuto.



CAPÍTULO III – COMPETÊNCIAS DAS ENTIDADES AUTORREGULADORAS

Art. 6º. A entidade autorreguladora deve supervisionar:

I – as operações realizadas no âmbito dos mercados organizados e infraestruturas do mercado financeiro operados pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro a ela associadas;

II – as operações de intermediação cursadas pelos participantes nos respectivos mercados organizados operados pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro a ela associadas; e

III – o cumprimento e o acompanhamento, pelas entidades administradoras de mercado organizado a ela associadas, do seu dever de supervisionar o atendimento das regras e regulamentos por elas impostas aos seus participantes.

§ 1º. Os eventuais desvios identificados pela entidade autorreguladora na forma do caput devem ser comunicados à CVM:

I – de forma imediata, nos casos em que o funcionamento regular dos mercados possa ser afetado de forma relevante; ou

II – nos demais casos, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis.

§ 2º. Antes de realizar a comunicação de que trata o §1º, a entidade autorreguladora deverá cientificar os participantes da operação, conferindo-lhes, na forma do seu regulamento, prazo para prestar os esclarecimentos que entenderem cabíveis.

Art. 7º. A supervisão da entidade autorreguladora deve ser realizada com o intuito de:

I – detectar eventuais descumprimentos que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares;

II – identificar condições anormais de negociação ou de registro de operações;

III – identificar comportamentos que possam pôr em risco o funcionamento eficiente e regular, a



transparência e a credibilidade do mercado organizado e das infraestruturas do mercado financeiro;

IV – apontar, nos limites estabelecidos no art. 6º, deficiências no cumprimento de normas legais e regulamentares verificadas no funcionamento dos mercados organizados e das infraestruturas do mercado financeiro, ainda que imputáveis às próprias entidades administradoras de mercado organizado ou entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro associadas à respectiva entidade autorreguladora; e

V – apontar deficiências no cumprimento de normas legais e regulamentares verificadas nos participantes.

§ 1º. Cabe à entidade autorreguladora supervisionar as regras, procedimentos e controles internos dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro a ela associadas, mediante inspeções periódicas nos sistemas, livros e registros, inclusive contábeis, vinculados à atividade por eles desempenhadas.

§ 2º. No exercício de suas atividades, a entidade autorreguladora deve considerar, quando cabível, as recomendações e princípios formulados pelo Comitê sobre Pagamentos e Infraestruturas de Mercado (CPMI) e pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (OICV-IOSCO).

§ 3º. A verificação de que trata o inciso V do caput deve considerar os riscos potenciais que podem advir da atuação do participante em mais de um mercado organizado ou mais de uma infraestrutura do mercado financeiro.

Art. 8º. Incumbe ainda à entidade autorreguladora:

I – acompanhar os programas e medidas adotadas para sanar as deficiências mencionadas nos incisos IV e V do art. 7º;

II – instaurar, instruir e conduzir processos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhes incumbe supervisionar;

III – aplicar as penalidades previstas em regulamento, quando cabível;

IV – administrar o respectivo mecanismo de ressarcimento de prejuízos e conduzir os processos de ressarcimento;



V – editar regras sobre os requisitos mínimos que devem ser exigidos para a admissão de associados;

VI – calcular e divulgar, com periodicidade pré-definida, as quantidades e o volume a partir das quais a negociação de valores mobiliários pode ser considerada como sendo de grandes lotes, nos termos da regulamentação específica;

VII – atender a demandas específicas de supervisão apresentadas pela CVM em relação às operações e aos mercados que incumba à respectiva entidade autorreguladora supervisionar nos termos desta Instrução;

VIII – desenvolver atividades de cunho educacional com o objetivo de promover a eficiência e integridade do mercado de valores mobiliários; e

IX – submeter suas propostas de regulamentos e normas à audiência pública para receber sugestões de interessados, antes de seu envio à CVM para aprovação.

§ 1º. Para a realização do cálculo de que trata o inciso VI, a entidade autorreguladora deverá desenvolver e submeter à aprovação da CVM metodologia que considere, ao menos, os seguintes parâmetros:

I – volume médio diário negociado;

II – quantidade de valores mobiliários em circulação no mercado; e

III – valor médio das transações com cada valor mobiliário.

§ 2º. A metodologia mencionada no § 1º deve conter, ainda, critérios para eleição de valores mobiliários passíveis de negociação ou registro em operação com grandes lotes.

§ 3º. Além de outros casos previstos pela entidade autorreguladora, a audiência pública prevista no inciso IX do caput poderá ser dispensada em propostas de regulamentos e normas que:

I – possuam notório baixo impacto e sejam relacionadas com situações específicas e pontuais;

II – se destinem a corrigir erros de sintaxe, ortografia, pontuação, tipográfico ou de numeração de



normas já divulgadas;

III – consolidem outras normas referentes a determinadas matérias, sem alteração de mérito; ou

IV – decorram de situações anormais de mercado que se deseje coibir.

Art. 9º. A entidade autorreguladora deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos necessários para o exercício das atividades previstas nesta Instrução.

Seção I – Acesso a informações

Art. 10. A entidade autorreguladora pode, no exercício de suas atividades, exigir das pessoas sob sua supervisão todas as informações, ainda que sigilosas, necessárias para o exercício de suas competências.

§ 1º. Sem prejuízo do disposto no inciso II do art. 18, a entidade autorreguladora deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos adequados à preservação do sigilo das informações obtidas no exercício de suas competências, bem como daquelas constantes dos relatórios e processos que lhes incumbam conduzir, sendo vedado o compartilhamento de informações com os associados da respectiva entidade autorreguladora, exceto no caso de expressa autorização do transmissor e detentor da informação, ou da CVM, nos limites de sua competência.

§ 2º. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o §1º também devem:

I – abranger o planejamento das atividades de autorregulação, os relatórios delas decorrentes e os processos instaurados, de forma a evitar a transferência de tais informações a pessoas não autorizadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente; e

II – assegurar a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico.

Seção II – Autolistagem

Art. 11. Caso os valores mobiliários de emissão de entidade administradora de mercado organizado sejam admitidos à negociação em mercado por ela administrado, cabe à entidade autorreguladora a que estiver vinculada:



I – atestar que a admissão à negociação desses valores mobiliários está em conformidade com os requisitos exigidos para os demais emissores; e

II – monitorar continuamente a conformidade referida no inciso I.

§ 1º. Os procedimentos constantes dos incisos I e II do caput também devem ser executados nos casos em que uma entidade administradora de mercado organizado seja responsável pela listagem de valores mobiliários de companhia que com ela concorra como entidade administradora de mercado organizado ou como entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro.

§ 2º. Os eventuais desvios identificados pela entidade autorreguladora devem ser comunicados à CVM no prazo de até 5 (cinco) dias úteis.

Seção III – Fixação de requisitos mínimos para a admissão de participantes

Art. 12. Compete à entidade autorreguladora estabelecer requisitos mínimos para a admissão de participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro de forma a assegurar que:

I – reúnam condições técnicas e operacionais para atuar no mercado organizado ou perante as infraestruturas do mercado financeiro; e

II – adotem os procedimentos necessários para que a respectiva entidade autorreguladora possa exercer as atividades de supervisão previstas nesta Instrução.

Parágrafo único. As normas elaboradas pela entidade autorreguladora de que trata o caput:

I – devem respeitar os princípios de liberdade de acesso e de respeito à concorrência, não podendo se constituir em mecanismo de indevida restrição à participação no mercado;

II – não se estendem aos participantes da entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que sejam, eles próprios, entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro; e

III – não afastam a competência da entidade autorreguladora, decorrente de seu dever de autorregulação, de editar regras sobre seus participantes.



CAPÍTULO IV – FUNCIONAMENTO DAS ENTIDADES AUTORREGULADORAS

Seção I – Principais órgãos

Art. 13. A entidade autorreguladora contará com os seguintes órgãos:

I – Assembleia Geral;

II – Conselho de Administração;

III – Conselho de Supervisão;

IV – Diretoria; e

V – Conselho Fiscal.

Parágrafo único. O estatuto da entidade autorreguladora deve dispor sobre os deveres e responsabilidades dos órgãos mencionados no caput, observado o disposto nesta Instrução.

Seção II – Autonomia funcional e orçamentária

Art. 14. A entidade autorreguladora deve atuar de forma independente e imparcial em relação às pessoas sujeitas à sua supervisão.

Parágrafo único. Os membros do Conselho de Administração, do Conselho de Supervisão, da Diretoria e do Conselho Fiscal devem usar os poderes que lhes são atribuídos por esta Instrução e pelo estatuto da entidade autorreguladora visando a atingir a finalidade de garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados por ela supervisionados.

Art. 15. A entidade autorreguladora deve:

I – ser dotada de recursos financeiros apropriados para o exercício das atividades de supervisão previstas nesta Instrução;

II – ter autonomia na gestão dos recursos previstos em orçamento próprio, que devem ser suficientes



para a execução das atividades sob sua responsabilidade; e

III – ter autonomia funcional em relação às pessoas sujeitas à sua supervisão e respectivos associados.

Art. 16. As despesas necessárias ao funcionamento da entidade autorreguladora devem ser custeadas pelas operações realizadas nos respectivos mercados supervisionados.

§ 1º. Compete ao Conselho de Administração estabelecer as taxas que serão cobradas pela entidade autorreguladora.

§ 2º. Os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos de compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora não podem ser usados para financiar o funcionamento da entidade autorreguladora, devendo ser destinados, obrigatoriamente, para o custeio de atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora.

§ 3º. Os associados podem auditar as contas da entidade autorreguladora a que estiverem vinculados, devendo a entidade autorreguladora fornecer as informações necessárias.

Art. 17. A entidade autorreguladora somente pode prestar aos associados os serviços de autorregulação objeto desta Instrução e serviços de cunho educacional.

Seção III – Código de conduta e políticas obrigatórias

Art. 18. A entidade autorreguladora deve elaborar seu respectivo código de conduta aplicável a todos os seus funcionários, prepostos relevantes, administradores, diretores e conselheiros, dispondo, no mínimo, sobre:

I – regras relativas ao exercício de suas funções e às hipóteses de impedimento em função de conflito de interesses;

II – obrigação de guardar sigilo sobre as informações a que tiverem acesso em razão das atividades desempenhadas e vedação à utilização dessas informações para outros fins que não o exercício das atividades de supervisão que compete à respectiva entidade autorreguladora realizar;

III – condições em que as pessoas mencionadas no caput podem deter e negociar valores mobiliários



negociados nos ambientes e sistemas de mercado organizado supervisionados pela respectiva entidade autorreguladora;

IV – funcionamento de canal para o recebimento de denúncias internas e externas, relativas ao descumprimento do código ou de regulação cuja aplicação incumba à respectiva entidade autorreguladora supervisionar, identificando o órgão ou área responsável pela apuração das denúncias e a periodicidade com que levadas à alta administração;

V – anonimato das denúncias, nos termos da lei;

VI – periodicidade do treinamento dos funcionários, administradores, diretores e conselheiros sobre as disposições do código;

VII – sanções aplicáveis no caso de violação aos seus códigos; e

VIII – periodicidade em que o código deve ser revisto.

Art. 19. A entidade autorreguladora também deve elaborar:

I – política de gerenciamento de riscos, regulando como serão identificados, avaliados, tratados e monitorados os riscos capazes de afetar negativamente o desempenho de suas atividades de supervisão;

II – política de indicação, fixando:

a) critérios mínimos exigidos para o exercício dos cargos de membro do Conselho de Administração, membro do Conselho de Supervisão, membro da Diretoria e membro do Conselho Fiscal, tais como formação acadêmica e experiência profissional mínima em atividades correlatas, observados os requisitos previstos nesta Instrução; e

b) como o enquadramento dos membros do Conselho de Administração, Conselho de Supervisão, Diretoria e Conselho Fiscal aos requisitos de que trata esta Instrução e o estatuto da entidade autorreguladora será monitorado.

III – política de remuneração aplicável aos funcionários e prepostos relevantes, aos membros do Conselho de Administração, aos membros do Conselho de Supervisão, aos membros da Diretoria e aos



membros do Conselho Fiscal.

§ 1º. A política de remuneração deve vedar o recebimento de remuneração baseada em títulos e valores mobiliários de emissão de entidades associadas à respectiva entidade autorreguladora ou vinculada ao resultado dessas.

§ 2º. Havendo remuneração variável, o programa com base no qual o benefício é concedido deve ser enviado à CVM, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis após sua aprovação.

Seção IV – Assembleia geral

Art. 20. Compete à Assembleia Geral, sem prejuízo de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da entidade autorreguladora:

I – eleger e destituir os membros do Conselho de Administração, do Conselho de Supervisão, e do Conselho Fiscal, observado os dispositivos específicos desta Instrução a respeito da perda de mandato por tais membros;

II – alterar ou reformar o estatuto da entidade autorreguladora;

III – aprovar o código de conduta, as políticas de gerenciamento de riscos, de indicação e de remuneração, bem como ratificar as revisões aprovadas pelo Conselho de Administração;

IV – escolher e destituir o auditor independente;

V – aprovar a remuneração dos membros dos órgãos referidos no inciso I;

VI – avaliar, anualmente, o desempenho dos órgãos referidos no inciso I;

VII – fixar o valor das quotas representativas do patrimônio social da entidade autorreguladora;

VIII – tomar anualmente as contas da Diretoria e deliberar sobre as demonstrações financeiras relativas ao exercício social anterior por ela apresentadas;

IX – deliberar sobre a fusão, incorporação da entidade autorreguladora ou a celebração de parcerias e convênios com outras entidades autorreguladoras nos termos do parágrafo único do art. 38 e do inciso



IX do art. 53 desta Instrução;

X – deliberar sobre a dissolução da entidade autorreguladora, elegendo e instituindo o liquidante e julgando as suas contas, bem como determinar a destinação do saldo remanescente do patrimônio líquido;

XI – deliberar sobre os atos e negócios submetidos à sua apreciação; e

XII – decidir sobre competências adicionais.

Parágrafo único. A avaliação de que trata o inciso VI deve ser realizada com base em critérios objetivos, tais como o cumprimento do plano de trabalho e das metas de desempenho fixadas, e a observância dos prazos contidos nesta Instrução e em regulamentos da respectiva entidade autorreguladora aprovados pela CVM.

Seção V – Conselho de Administração

Subseção I – Competência

Art. 21. O Conselho de Administração deve editar os atos normativos da entidade autorreguladora e direcionar sua gestão, aprovando a orientação geral das atividades e supervisionando o cumprimento do plano de trabalho.

§ 1º. Compete ao Conselho de Administração, sem prejuízo de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da entidade autorreguladora:

I – eleger e destituir os membros da Diretoria, observado os dispositivos específicos desta Instrução a respeito da perda de mandato por tais membros;

II – aprovar a proposta de plano de trabalho anual da respectiva entidade autorreguladora, a ser submetido à CVM;

III – aprovar, previamente à sua submissão à CVM e após recomendação do Conselho de Supervisão, a proposta de regulamento relativo aos procedimentos aplicáveis à instauração e tramitação dos processos disciplinares e à negociação e celebração de termos de compromisso, bem como suas revisões;



IV – aprovar as normas aplicáveis às pessoas sujeitas à supervisão da entidade autorreguladora;

V – elaborar o regimento interno da entidade autorreguladora;

VI – aprovar, *ad referendum* da Assembleia Geral, alterações do código de conduta e das políticas de gerenciamento de riscos, de indicação e de remuneração, bem como suas revisões;

VII – aprovar, previamente à sua submissão à CVM e após recomendação do Conselho de Supervisão, o regulamento que trata do funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e

VIII – aprovar o orçamento anual da entidade autorreguladora, bem como o relatório anual de prestação de contas das atividades realizadas pela entidade autorreguladora, auditado por auditor independente registrado na CVM.

§ 2º. O orçamento anual da entidade autorreguladora deve prever os recursos necessários para o cumprimento do plano de trabalho, a ser aprovado pela CVM.

§ 3º. O Conselho de Administração deve dispor de recursos administrativos próprios, suficientes para o cumprimento de suas competências.

Subseção II – Composição

Art. 22. O estatuto da entidade autorreguladora deve estabelecer regras relativas à composição e ao funcionamento do Conselho de Administração, observado o seguinte:

I – o Conselho de Administração deve ser composto por uma maioria de membros independentes;

II – o Conselho de Administração deve ser integrado por representantes dos associados;

III – os membros do Conselho de Administração devem ter reputação ilibada, notório saber e a capacidade técnica necessária para o exercício das responsabilidades a eles atribuídas por esta Instrução e pelo estatuto da entidade autorreguladora;

IV – os membros do Conselho de Administração devem ter prazo de mandato de 3 (três) anos, permitida uma recondução, devendo ser renovado a cada ano, no mínimo, 1/3 (um terço) de seus



membros; e

V – o total de membros indicados por cada associado deve considerar a proporção com o total de cotas do patrimônio social da entidade autorreguladora de que o associado seja titular.

§ 1º. O conselheiro reconduzido ao cargo de membro do Conselho de Administração somente pode voltar a integrar esse órgão, no mínimo, após 3 (três) anos do final do último mandato.

§ 2º. O conselheiro que não tenha sido eleito para dois mandatos consecutivos pode voltar a integrar o Conselho de Administração a qualquer tempo.

Art. 23. Competirá ao estatuto da entidade autorreguladora definir os critérios que deverão ser observados para definição da independência dos membros do Conselho de Administração.

Art. 24. São inelegíveis para o cargo de membro do Conselho de Administração as pessoas:

I – consideradas impedidas para o exercício do cargo de administrador na forma da Lei nº 6.404, de 1976;

II – condenadas por crime de lavagem de dinheiro ou de ocultação de bens, direitos e valores, contra a ordem econômica, as relações de consumo, o sistema financeiro nacional ou o mercado de capitais, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e

III – temporariamente inabilitadas ou suspensas para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Parágrafo único. O estatuto da entidade autorreguladora pode prever hipóteses adicionais de inelegibilidade.

Art. 25. O Conselho de Administração deve ter um presidente eleito entre seus membros a quem competirá representar esse órgão perante a CVM e conduzir os trabalhos administrativos do órgão.

Art. 26. Os membros do Conselho de Administração somente perderão seus mandatos:



I – em função de morte ou renúncia;

II – caso deixem de preencher os requisitos exigidos nesta Instrução;

III – caso venham a se enquadrar nas hipóteses do art. 24; ou

IV – por deliberação da Assembleia Geral com base em proposta fundamentada das circunstâncias que a justificaram.

§ 1º. A destituição de membro do Conselho de Administração deve ser comunicada à CVM e ao mercado no prazo de até 5 (cinco) dias úteis, com a justificativa fundamentada da decisão.

§ 2º. A substituição dos membros do Conselho de Administração deve ser comunicada à CVM e ao mercado no prazo de até 5 (cinco) dias úteis.

Seção VI – Conselho de Supervisão

Subseção I – Competência

Art. 27. O Conselho de Supervisão deve conduzir e julgar os processos instaurados, instruídos e conduzidos pela respectiva entidade autorreguladora.

§ 1º. Compete ao Conselho de Supervisão, sem prejuízo de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da respectiva entidade autorreguladora:

I – elaborar seu regimento interno;

II – propor ao Conselho de Administração o regulamento sobre os procedimentos aplicáveis à instauração e tramitação dos processos disciplinares e à negociação e celebração de termos de compromisso e suas eventuais revisões;

III – elaborar e submeter ao Conselho de Administração os relatórios mensais descritivos das atividades de supervisão da entidade autorreguladora;

IV – conduzir e julgar os processos administrativos disciplinares administrados pela respectiva entidade autorreguladora;



V – conduzir e julgar os processos de mecanismo de ressarcimento de prejuízos administrados pela respectiva entidade autorreguladora; e

VI – elaborar os relatórios de que tratam a alínea “a” do inciso II e as alíneas “a” e “b” do inciso III do art. 50.

§ 2º. O resultado do julgamento dos processos, com as sanções disciplinares aplicadas, deve ser divulgado pela entidade autorreguladora em sua respectiva página na rede mundial de computadores, bem como encaminhado, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, à CVM.

§ 3º. O regulamento sobre os procedimentos aplicáveis à instauração e tramitação dos processos disciplinares e à negociação e celebração de termos de compromisso deverá estabelecer o seguinte:

I – o Conselho de Supervisão contará com turmas responsáveis pelo julgamento, em primeiro grau, dos processos disciplinares administrados pela entidade autorreguladora e dos processos de mecanismo de ressarcimento de prejuízos;

II – o Conselho de Supervisão contará com um pleno responsável pelo julgamento dos recursos apresentados nos processos disciplinares administrados pela entidade autorreguladora e dos processos de mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e

III – não poderão participar do pleno do Conselho de Supervisão aqueles membros que tenham participado da turma responsável pelo julgamento do respectivo processo em primeiro grau.

Subseção II – Composição

Art. 28. O estatuto da entidade autorreguladora deve estabelecer as regras relativas à composição e ao funcionamento do Conselho de Supervisão, observado o seguinte:

I – o Conselho de Supervisão deve ser composto por uma combinação entre membros independentes e representantes dos associados; e

II – aplicam-se ao Conselho de Supervisão as regras previstas nos artigos 24 e 26 desta Instrução.

Seção VII – Diretoria



Art. 29. A Diretoria é um órgão executivo, responsável pela condução dos trabalhos da entidade autorreguladora e por apresentar sua vontade.

Parágrafo único. Compete à Diretoria, além de outras atribuições que também lhe sejam conferidas no estatuto da respectiva entidade autorreguladora ou nesta Instrução, dar execução ao plano de trabalho anual e às determinações do Conselho de Administração, observadas as respectivas competências do Diretor de Supervisão e do Diretor de Controles.

Art. 30. A Diretoria deve ser composta por, no mínimo, 2 (dois) diretores, sendo:

I – 1 (um) Diretor de Supervisão; e

II – 1 (um) Diretor de Controles (*compliance*).

§ 1º. O Diretor de Supervisão responderá ao Conselho de Administração e ao Conselho de Supervisão.

§ 2º. Os membros da Diretoria devem ter prazo de mandato de 3 (três) anos, permitida uma recondução.

§ 3º. Aplicam-se aos membros da Diretoria as regras previstas nos artigos 24 e 26 desta Instrução.

§ 4º. Os diretores não poderão participar do Conselho de Administração ou do Conselho de Supervisão, mas poderão ser convidados a participar das reuniões para prestar esclarecimentos julgados necessários.

Subseção I - Diretor de Supervisão

Art. 31. O Diretor de Supervisão deve supervisionar o cumprimento do plano de trabalho e demais normas da respectiva entidade autorreguladora, e formular acusações em caso de descumprimento das referidas normas.

§ 1º. Compete ao Diretor de Supervisão, além de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da entidade autorreguladora ou nesta Instrução:

I – elaborar e submeter ao Conselho de Administração a proposta orçamentária da entidade



autorreguladora, proposta de plano de trabalho anual para o exercício subsequente, e o relatório anual de prestação de contas das atividades realizadas pela entidade autorreguladora, auditado por auditor independente registrado na CVM;

II – fiscalizar o cumprimento das obrigações assumidas em termos de compromisso;

III – formular acusações a serem analisadas pelo Conselho de Supervisão;

IV – propor ao Conselho de Administração alterações às políticas de remuneração e de indicação, sempre que necessário; e

V – prestar outras informações que sejam requeridas pela CVM.

§ 2º. A entidade autorreguladora deve encaminhar aos associados relatórios específicos de prestação de contas, referentes às atividades de supervisão realizadas em relação aos mercados por elas administrados.

Subseção II – Diretor de Controles

Art. 32. O Diretor de Controles (*compliance*) é responsável por verificar o cumprimento de regras, obrigações, políticas, procedimentos e controles internos da respectiva entidade autorreguladora e pela gestão de riscos da entidade autorreguladora.

Parágrafo único. Compete ao Diretor de Controles, além de outras atribuições que também lhe sejam conferidas no estatuto da entidade autorreguladora ou nesta Instrução:

I – elaborar e submeter ao Conselho de Administração os relatórios mensais descritivos das atividades de controles da respectiva entidade autorreguladora;

II – avaliar e monitorar a gestão de riscos da entidade autorreguladora e o cumprimento do código de conduta;

III – propor ao Conselho de Administração alterações do código de conduta e das políticas de gerenciamento de riscos, sempre que necessário; e

IV – prestar outras informações que sejam requeridas pela CVM.



Seção VIII – Conselho Fiscal

Art. 33. O Conselho Fiscal é um órgão de controle, responsável pela análise das contas da entidade autorreguladora e pela fiscalização da administração dos recursos que compõem o mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

Parágrafo único. Compete ao Conselho Fiscal além de outras atribuições que também lhe sejam conferidas no estatuto da respectiva entidade autorreguladora ou nesta Instrução:

I – examinar os balancetes, as demonstrações financeiras e os relatórios da entidade autorreguladora auditados por auditor independente;

II – supervisionar as práticas contábeis e monitorar a gestão de riscos de controles internos realizada pelo Diretor de Controles;

III – fiscalizar a atuação dos membros do Conselho de Administração, do Conselho de Supervisão e da Diretoria; e

IV – fiscalizar a administração dos recursos financeiros do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

Art. 34. O estatuto da entidade autorreguladora deve estabelecer regras relativas à composição e ao funcionamento do Conselho Fiscal, sendo certo que aplicam-se ao Conselho Fiscal as regras previstas nos artigos 24 e 26 desta Instrução.

Seção IX – Câmaras Consultivas do Mercado

Art. 35. A entidade autorreguladora deve constituir câmaras consultivas com o objetivo de manter um canal permanente de discussão acerca das atividades de autorregulação com os associados.

Art. 36. O estatuto da entidade autorreguladora deve dispor sobre o funcionamento e a composição das câmaras consultivas.

Seção X – Outros Órgãos Técnicos, de Gestão ou de Assessoramento

Art. 37. A entidade autorreguladora poderá criar órgãos técnicos para assessorar o Conselho de



Administração, o Conselho de Supervisão e a Diretoria no exercício de suas funções.

CAPÍTULO V – MECANISMO DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS

Seção I – Normas gerais

Art. 38. Compete à entidade autorreguladora administrar seu próprio mecanismo de ressarcimento de prejuízos e o patrimônio a ele vinculado.

Parágrafo único. As entidades autorreguladoras poderão firmar convênios e parcerias entre si, de modo a compor e instituir mecanismos de ressarcimento de prejuízos unificados, a serem administrados conjuntamente pelas respectivas entidades autorreguladoras, mediante aprovação prévia da CVM.

Art. 39. O patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos deve ter como finalidade exclusiva assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro associadas à entidade autorreguladora, ou de seus administradores, funcionários ou prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa administrado por entidade administradora de mercado organizado vinculada à respectiva entidade autorreguladora ou aos serviços de custódia de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses:

I – inexecução ou infiel execução de ordens;

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

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

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

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

VI – encerramento das atividades do participante.



Art. 40. O investidor poderá pleitear o ressarcimento do seu prejuízo por parte do mecanismo, independentemente de qualquer medida judicial ou extrajudicial, no prazo de 18 (dezoito) meses, a contar da data da conduta ou fato que tenha dado causa ao pedido.

Art. 41. O patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos será formado a partir de contribuições dos associados da entidade autorreguladora, observado o disposto no §1º, inciso IX do art. 42.

Art. 42. A entidade autorreguladora deve elaborar regulamento específico disciplinando o funcionamento do respectivo mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

§ 1º. O regulamento deve dispor, no mínimo, sobre:

I – procedimentos para que o investidor pleiteie o ressarcimento do seu prejuízo;

II – regras processuais e prazos de tramitação do processo, que não podem exceder 90 (noventa) dias úteis entre o pedido de ressarcimento e a decisão acerca da sua procedência;

III – valor máximo de ressarcimento;

IV – as instâncias responsáveis pela condução do processo e pela decisão final, observado o disposto nesta Instrução;

V – descrição da forma de ressarcimento aos reclamantes, dos prazos de pagamento e da forma de correção dos valores;

VI – procedimentos e prazos para interposição de recursos;

VII – forma e prazo de reposição ao mecanismo, pelo participante que deu causa à reclamação, do valor pago ao reclamante, bem como a penalidade prevista pelo descumprimento desta obrigação;

VIII – origem dos recursos que compõem o patrimônio do fundo e regras de ingresso de novos participantes; e

IX – forma como a divulgação e orientação sobre o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de



prejuízos será realizada pelos associados.

§ 2º. A entidade autorreguladora deve adotar as providências previstas no regulamento de que trata o caput para a recomposição dos recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias úteis contados da data em que o saldo do fundo se tornar inferior ao valor mínimo fixado no regulamento.

§ 3º. Além do regulamento previsto no caput, a entidade autorreguladora deve desenvolver e manter política de administração do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, definindo:

I – a periodicidade com que o valor máximo de ressarcimento será reavaliado;

II – valores mínimo e máximo do patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, que devem ser fundamentados na análise dos riscos inerentes às hipóteses de ressarcimento, bem como os critérios de rateio em caso de insuficiência do patrimônio; e

III – política de aplicação dos recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, observado o disposto no § 4º.

§ 4º. Os recursos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ser geridos observando-se a segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

Art. 43. A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, contendo, no mínimo:

I – os seus fundamentos;

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

III – a indicação do responsável pelo prejuízo que enseja ressarcimento.

§ 1º. O reclamante e a reclamada podem apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias úteis, recurso à CVM da decisão que tiver deferido ou indeferido o pedido de ressarcimento.

§ 2º. O regulamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos deverá garantir que o reclamante e a reclamada terão oportunidades equivalentes de recursos no âmbito de processos de mecanismo de



ressarcimento de prejuízos administrados pela entidade autorreguladora.

Art. 44. No julgamento dos recursos a que se refere o art. 43, a CVM pode determinar a realização de novas diligências e, inclusive, a tomada de depoimentos.

§ 1º. A decisão da CVM deve ser proferida no prazo de 120 (cento e vinte) dias úteis, a contar do recebimento do recurso, e comunicada às partes nos termos do art. 43.

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

§ 3º. A CVM garantirá ao reclamante e à reclamada acesso a respeito de quaisquer manifestações proferidas pela área técnica ou pela parte contrária no âmbito dos recursos apresentados, conferindo à parte prazo para apresentação de seus esclarecimentos.

Art. 45. A discussão em torno do direito de regresso contra o participante que tenha dado causa aos prejuízos objeto do ressarcimento devido ao reclamante não pode obstar o pagamento do ressarcimento no prazo previsto no regulamento.

§ 1º. A entidade autorreguladora deve incluir no relatório mensal de que trata o art. 48 informação sobre o ajuizamento, pelo participante referido no caput, de demanda judicial com o propósito de elidir a sua responsabilidade, visando ou não a obstar o pagamento ao reclamante, bem como sobre a eventual existência de medida liminar ou tutela antecipada concedida, fornecendo toda a documentação pertinente.

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

Seção II – Escrituração do mecanismo de ressarcimento de prejuízos

Art. 46. O patrimônio vinculado ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos deve ter escrituração própria e especial para assegurar a sua destinação exclusiva.

Art. 47. Até 3 (três) meses após o encerramento de cada exercício social, a entidade autorreguladora deve elaborar e divulgar em sua respectiva página na rede mundial de computadores as demonstrações financeiras do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, as quais serão auditadas por



auditor independente registrado na CVM e submetidas ao Conselho Fiscal.

Art. 48. Mensalmente, até 10 (dez) dias úteis após o encerramento de cada mês, a entidade autorreguladora deve elaborar e divulgar em suas páginas na rede mundial de computadores balancete do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

Seção III – Despesas da Administração

Art. 49. A entidade autorreguladora pode ressarcir-se das despesas decorrentes da administração do mecanismo de ressarcimento de prejuízos por meio de uma taxa de administração incidente sobre o patrimônio do mecanismo.

Parágrafo único. A taxa de administração mencionada no caput deve se limitar ao custeio das despesas decorrentes da administração do mecanismo e será anualmente submetida à aprovação da CVM.

CAPÍTULO VI – INFORMAÇÕES EVENTUAIS E PERIÓDICAS

Art. 50. Sem prejuízo de outras informações que venham a ser requeridas, a entidade autorreguladora deve enviar à CVM:

I – imediatamente, informação sobre a ocorrência, ou indícios de ocorrência, de infração grave às normas da CVM;

II – mensalmente, até 10 (dez) dias úteis após o encerramento de cada mês:

a) relatório descritivo das atividades de supervisão realizadas pela respectiva entidade autorreguladora em face do plano de trabalho, mencionando as análises iniciadas e concluídas no período, os participantes envolvidos, as providências adotadas e as recomendações e ressalvas propostas em decorrência dos fatos observados;

b) cópia dos relatórios das auditorias concluídas no período, mencionando os participantes auditados;
e

c) cópia dos processos administrativos quando da sua instauração e após sua conclusão, inclusive aqueles relativos ao uso do mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e



III – anualmente, após aprovação do Conselho de Administração e da Assembleia Geral:

a) relatório de prestação de contas das atividades de supervisão realizadas pela respectiva entidade autorreguladora, auditado por auditor independente registrado na CVM, indicando:

1. a estrutura da respectiva entidade autorreguladora, incluindo nome e currículo resumido dos principais executivos, além dos demais recursos humanos e materiais disponíveis para a execução do plano de trabalho anual;

2. as atividades realizadas pela respectiva entidade autorreguladora, informando as áreas responsáveis por sua execução, bem como as medidas adotadas ou recomendadas como resultado de sua atuação; e

3. a participação de cada fonte de recursos para o custeio das atividades da respectiva entidade autorreguladora; e

b) relatório contendo a proposta orçamentária para o exercício subsequente.

§ 1º. A SMI especificará o formato e o meio de envio das informações previstas neste artigo.

§ 2º. Os relatórios mencionados na alínea “b” do inciso II devem ser enviados também ao Banco Central do Brasil.

§ 3º. Antes de realizar a comunicação de que trata o item I do caput, a entidade autorreguladora deverá cientificar os participantes da operação, conferindo-lhes, na forma do seu regulamento, prazo para prestar os esclarecimentos que entenderem cabíveis.

Art. 51. A entidade autorreguladora deve manter registro de todas as reuniões realizadas com os seus associados e demais pessoas e entidades sujeitas à regulação e supervisão.

CAPÍTULO VII – PENALIDADES

Art. 52. A violação das normas cuja fiscalização e supervisão incumba à entidade autorreguladora sujeita seus infratores às penalidades previstas no regulamento da respectiva entidade autorreguladora.



§ 1º. O regulamento de que trata o caput pode prever que algumas das sanções podem ser aplicadas pelo Conselho de Supervisão, cabendo recurso ao Conselho de Administração.

§ 2º. Das decisões do Conselho de Administração e do Conselho de Supervisão não cabe recurso à CVM.

§ 3º. O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da entidade autorreguladora, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

§ 4º. No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM deverá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação.

§ 5º. Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da autorregulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela autorregulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

CAPÍTULO VIII – ATOS DEPENDENTES DE APROVAÇÃO PRÉVIA

Art. 53. Estão sujeitos à aprovação prévia da CVM para produzirem efeitos:

I – o estatuto da entidade autorreguladora e suas alterações;

II – alterações na organização e estrutura da entidade autorreguladora;

III – procedimentos observados quanto à instauração e tramitação dos processos disciplinares e quanto à celebração de termos de compromisso e suas alterações;

IV – o regulamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos e suas alterações;

V – política de administração do patrimônio vinculado ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos e suas alterações;

VI – a taxa de administração incidente sobre o patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos;



VII – os requisitos mínimos para admissão de participantes pelas entidades administradoras de mercado organizado e as entidades operadoras de infraestruturas do mercado financeiro e suas alterações;

VIII – o plano de trabalho anual da entidade autorreguladora e suas eventuais alterações; e

IX – operações de fusão ou incorporação, bem como a celebração de convênios e parcerias entre entidades autorreguladoras.

§ 1º. A CVM pode recusar a aprovação de regras ou procedimentos, ou exigir alterações, inclusive independentemente da existência de pedido de aprovação prévia, sempre que os considere insuficientes para garantir o adequado funcionamento do mercado ou contrários à disposição legal ou regulamentar.

§ 2º. O pedido de aprovação prévia deve ser encaminhado à SMI, instruído com a descrição do objetivo da decisão ou alteração, e os documentos necessários para sua análise.

§ 3º. O pedido de aprovação prévia deve ser considerado automaticamente concedido caso não seja indeferido pela CVM em até 60 (sessenta) dias úteis após o seu recebimento.

§ 4º. No curso da análise do pedido de aprovação prévia, a SMI pode formular exigências uma única vez, ficando a contagem do prazo previsto no § 3º suspensa até a data do cumprimento das exigências.

§ 5º. A respectiva entidade autorreguladora tem até 20 (vinte) dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SMI, prorrogáveis por igual período.

Art. 54. A entidade autorreguladora deve divulgar em sua respectiva página na rede mundial de computadores:

I – o código de conduta e políticas de indicação, remuneração e de gerenciamento de riscos;

II – seu estatuto;

III – os regimentos internos de seus órgãos;



IV – os regulamentos de que tratam os incisos III e VII do §1º do art. 21; e

V – a relação dos membros de cada um dos seus órgãos e das câmaras consultivas, acompanhada do currículo resumido.

CAPÍTULO IX – MANUTENÇÃO DE ARQUIVOS

Art. 55. A entidade autorreguladora deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução.

§ 1º. As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a Lei nº 12.682, de 9 de julho de 2012, que dispõe sobre a elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos.

§ 2º. O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade

CAPÍTULO X – DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 56. As entidades autorreguladoras em funcionamento terão 3 (meses) meses contados a partir da publicação dessa norma para apresentar à CVM seu plano de adequação, sendo que o prazo máximo para implementação do plano de adequação não pode exceder 6 (seis) meses contados da entrada em vigor desta instrução.

Art. 57. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o descumprimento do art. [17 e de seu parágrafo único].

Art. 58. Esta instrução entra em vigor no primeiro dia útil de [--] de [--].



COMENTÁRIOS NO ÂMBITO DA AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 9/19 – MINUTAS A e C

I. INTRODUÇÃO

Como previamente informado na apresentação desse documento, e em vista da relevância dos assuntos tratados, a Associação organizou a presente resposta ao Edital nº 9/19 em dois conjuntos de comentários. O texto a seguir apresenta o resultado da discussão realizada na Associação acerca, primeiramente, da Minuta A - que trata do funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e das respectivas entidades administradoras - e, em seguida, da Minuta C, que dispõe sobre o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação.

As referidas minutas A e C abrangem uma vasta diversidade de assuntos relacionados à estrutura dos ambientes de negociação, aos requisitos aplicáveis às respectivas operações e aos participantes e à infraestrutura operacional que apoia essas atividades. Todos esses elementos vêm sendo impactados pela evolução recente verificada nos mercados de valores mobiliários, especialmente no que se refere à diversificação de ambientes e de modalidades de negociação e às novas tecnologias.

Os comentários da Associação procuram antecipar tais tendências, bem como refletir os preceitos relevantes às atividades representadas na ANBIMA. Tais preceitos incluem aspectos já manifestados, como a neutralidade da regulação em relação à concorrência, o equilíbrio entre os mercados organizados de bolsa e de balcão e a harmonização de requisitos entre entidades administradoras de mercado, promovendo eficiência, clareza e simplicidade para a atuação de intermediários e investidores e evitando duplicidades.

No decorrer dos debates relacionados às questões mais recentes trazidas pelo Edital, foram também realçados aspectos ligados aos custos dos diversos ambientes, que devem ser transparentes; aos dados de mercado crescentemente estratégicos para a atuação competitiva de intermediários, que devem ser acessíveis, tempestivos e contribuir para a qualidade dos negócios cursados; e, em geral, ligados ao papel das entidades de mercado, em prol da resiliência, da conectividade e da transparência no mercado local.



A experiência internacional, objeto de várias indagações realizadas pela CVM ao longo do Edital, é fonte de referência importante para ilustrar tais aspectos, realçados pela ANBIMA no retorno aos mencionados questionamentos, no texto que se segue.

Por fim, a Associação considera importante destacar que a discussão aprofundada de alguns assuntos levantados no Edital deve ter continuidade, com ampla representatividade do mercado, mesmo após o término do período de consulta, como é o caso dos critérios utilizados na definição de “grandes lotes”, na minuta A e de temas como a “internalização de mercados”, no contexto da minuta C. A Associação coloca-se desde já à disposição para apoiar essas interlocuções e outras que a CVM considere apropriadas à consolidação da matéria.

II - Comentários à Minuta A (“Nova Instrução CVM nº 461”)

1) Sincronização de relógios (arts. 17 e 57)

Em resposta ao interesse manifestado pela CVM em receber comentários sobre o assunto, a ANBIMA entendeu como adequada e não identificou inconveniente quanto à adoção do padrão UTC (Coordinated Universal Time). A Associação também considerou apropriado que a norma não estabeleça o nível de precisão dos registros, uma vez que entende que as entidades administradoras de mercado têm condições de fazê-lo baseadas nas características dos mercados que administram. Atendida essa consideração, a medida foi considerada positiva e está em linha com a experiência de outras jurisdições e com recomendação recente publicada pela Iosco¹².

2) Deveres das entidades administradoras de mercado organizado (arts. 15 e 18)

Com relação aos deveres das entidades administradoras de mercado organizado, foi considerado oportuno reforçar a responsabilidade dessas instituições em divulgar suas regras de forma organizada e com linguagem clara, precisa, lógica e objetiva. Particularmente, participantes de mercado chamaram a atenção para esses cuidados no que se refere à indicação de forma expressa, clara e objetiva da vigência de normativos, da revogação de dispositivos e de alterações e atualizações de texto, de modo análogo à Lei Complementar 95/98 (arts. 5 e 11). É importante notar que, no

¹² Ver: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD647.pdf>



entendimento desses participantes, tais sugestões não os eximem de suas próprias obrigações e responsabilidades em tomar conhecimento desses documentos, mas visam, com esse reforço, trazer maior clareza e segurança jurídica às suas atividades e ao funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários.

Com base nessas premissas, foram feitas as seguintes sugestões de redação nos arts. 15 e 18:

“Art. 15. A entidade administradora deve desenvolver e manter regras de organização e funcionamento de seus ambientes e sistemas de negociação.

~~Parágrafo único.~~ § 1º As regras de que tratam o caput devem incluir, no mínimo:

(...)

§ 2º As regras de que tratam o caput indicarão de forma expressa a sua vigência, os dispositivos eventualmente revogados, e deverão, sempre que possível, empregar linguagem clara, precisa e lógica.”

“Art. 18. A entidade administradora de mercado organizado deve ainda desenvolver e manter normas de conduta necessárias ao funcionamento eficiente e regular do mercado e à manutenção de elevados padrões éticos nos mercados administrados, aplicáveis a seus administradores, funcionários, prepostos e controladores, bem como aos participantes dos mercados administrados, seus administradores, funcionários e prepostos.

~~Parágrafo único.~~ § 1º As normas de conduta de que trata o caput devem:

(...)

§ 2º As normas de conduta de que trata o caput indicarão de forma expressa a sua vigência, os dispositivos eventualmente revogados, e deverão, sempre que possível, empregar linguagem clara, precisa e lógica.”

3) Informações de divulgação pública e gratuita (arts. 38 a 41)

No que se refere ao conjunto de informações que devem ser divulgadas aos participantes de mercado, a ANBIMA considerou oportuno, em termos gerais, reforçar a importância que atribui à transparência de informações sobre custos, particularmente sobre emolumentos, comissões e quaisquer outros custos a serem cobrados pelas entidades administradoras de mercado organizado. A exemplo da regulamentação prévia, a minuta A traz aspectos dessas atribuições em seus arts. 33, 51 e 52. De toda forma, é importante notar, a esse respeito, que assegurar transparência na comunicação e na



disseminação de informações sobre tais custos contribui para a almejada adequação da regulação a um ambiente de concorrência, bem como para assegurar que sua evolução priorize avanços na eficiência, segurança e resiliência dos negócios cursados nesses ambientes, traduzindo-se em serviços aprimorados para investidores e/ou intermediários.

Em relação ao art. 38 da minuta A, e em resposta ao questionamento colocado pela CVM, a ANBIMA considerou pertinentes o rol de informações sobre as operações cursadas de disseminação pública e gratuita, solicitadas pelo referido artigo, e os prazos trazidos pelo respectivo § 2º. Sobre tudo no que se refere às informações sobre cada negócio realizado ou registrado, a Associação reforça a importância dessa divulgação de forma pública e gratuita, notadamente fundamental para a gestão do risco de liquidez pelos fundos de investimentos.

Com relação ao art. 38, inciso II, alínea “a”, e em linha com o disposto acima, foi sugerido um breve ajuste na redação no sentido de estabelecer que a divulgação de normativos por parte das entidades administradoras de mercado organizado priorize as regras vigentes, de forma a evitar o entendimento errôneo ou inadequado pelos usuários das informações, gerando incertezas e insegurança jurídica. Ademais, foi proposta a divulgação de tais informações de forma consolidada, para que a consulta dos usuários seja feita de maneira segura, objetiva e intuitivamente lógica, em linha com os dispositivos trazidos pelo Decreto 10.139, de 28/11/19, também de modo a contribuir para um melhor entendimento e cumprimento das regras pelos participantes do mercado.

Com isso, foi sugerida a seguinte alteração:

“Art. 38. As entidades administradoras de mercado organizado devem divulgar em sua página na rede mundial de computadores, de forma organizada, gratuita e com fácil acesso, no mínimo, as seguintes informações:

(...)

II – informação sobre as principais características de cada um dos mercados administrados, incluindo:

a) descrição das principais regras relativas à organização e funcionamento do mercado **em vigor e de forma consolidada, organizada de forma clara, objetiva, lógica e acessível; (...)**”

- Consolidação de dados

Com relação à consolidação dos dados e em resposta ao interesse manifestado pela CVM em receber comentários, a ANBIMA considera pertinente a proposta trazida pela minuta, que não determina a obrigatoriedade da existência de um consolidador oficial, o que permite que soluções de mercado possam ser providas pelos interessados. A Associação também entende que o regime informacional



estabelecido para as entidades administradoras de mercados organizados está adequado e favorece a prestação desses serviços por instituições provedoras de informações. Contudo, como ponto de atenção, foi apontada a necessidade de definição de padrões e diretrizes mínimas para que essas informações sejam disponibilizadas em formato adequado a ser usado por esses provedores. Ademais, frente a possíveis riscos específicos envolvidos na prestação desse serviço, foi considerado adequado o estabelecimento de critérios e requisitos passíveis de avaliação por auditoria especializada independente.

Ainda com relação ao tema, foi debatida a importância que a disseminação de dados pré-negociação e pós-negociação tem tomado em outras jurisdições, por exemplo, a experiência recente dos Estados Unidos. Em maio de 2020, a SEC (Securities and Exchange Commission) editou regra¹³ determinando prazo para que as entidades autorreguladoras apresentem um novo plano de disseminação de dados pelos mercados organizados daquele país, que atenda a determinadas modificações na respectiva estrutura de governança. Tal regra veio em resposta à constatação de que (a) haveria conflito de interesses entre a disseminação obrigatória de dados pelos operadores de mercados organizados e a venda de produtos proprietários de dados; (b) a disponibilidade de dados consolidados de negociação seria de formatação, qualidade e velocidade aquém do desejado; e (c) haveria perdas de eficiência causadas pela multiplicidade de infraestruturas de disseminação.

A proposta a ser apresentada deverá incorporar mudanças na governança responsável pela disseminação de informações que, segundo a regra da SEC, incluem: (i) participação relevante (um terço dos membros) de representantes de entidades que não sejam operadores de mercado organizado no comitê operacional da entidade que determina regras de disseminação de dados; (ii) estabelecimento de temas de decisão que exijam quórum qualificado para decisão, garantindo maior relevância para o voto dos não operadores de mercado organizado; (iii) estabelecimento de temas de iniciativa privativa do comitê operacional, entre eles revisão da performance, supervisão de prestadores de serviços, fórmula de alocação de receitas de dados e taxas a serem cobrados dos usuários de dados; (iv) independência, em relação aos operadores de mercado, da administração da entidade disseminadora de informação pública; e (v) obrigatoriedade de regras de conflito de interesse.

Assim como em outras jurisdições, essas evoluções são relevantes na medida em que dizem respeito a dados de pré e pós-negociação tratando-se, portanto, de insumos essenciais para integridade,

¹³ Ver <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2020/34-88827.pdf>. Ver também a respeito: *Release nº 87906 (January 8, 2020)*, 85 FR 2164 (January 14, 2020). Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-01-14/pdf/2020-00360.pdf>



eficiência e desenvolvimento dos mercados de capitais. Com isso, foi observado que a disponibilização desses dados de forma consolidada, abrangente, completa, a custos baixos, com formatos adequados, e de forma eficiente e competitiva deve receber especial atenção da CVM, ainda mais em vista da possibilidade de existência de múltiplos mercados e operadores. Nesse sentido, a ANBIMA sugere que atribuições a este respeito sejam dadas à entidade autorreguladora e, ademais, que as determinações relacionadas à governança de tal entidade levem em consideração o tratamento das questões identificadas pelos reguladores norte-americanos.

4) Listagem de emissores e admissão de valores mobiliários à negociação (arts. 60 a 64)

Em relação à distinção entre a atividade de listagem e a de admissão de valores mobiliários à negociação proposta pela minuta, a ANBIMA **considerou pertinente a estrutura sugerida pela CVM**. Em linha com as atribuições decorrentes de cada atividade, a Associação concorda que cabe à entidade administradora responsável pela listagem determinar a suspensão da negociação ou a exclusão de um valor mobiliário, o que acarreta a imediata suspensão ou exclusão desse mesmo valor mobiliário dos mercados que apenas o admitam à negociação.

Quanto ao art. 60, o dispositivo suscitou dúvidas ao fazer referência, de **forma diferenciada, a “valores mobiliários” e “derivativos”**, em seus dispositivos, ensejando a possibilidade de diferenciação daí decorrente nos respectivos tratamentos regulatórios. Adicionalmente, a ANBIMA entende que o referido artigo não elide os demais preceitos referentes aos derivativos trazidos pela regulamentação pertinente, notadamente pela Instrução CVM 467, com destaque aos arts. 2º e 3º. Desta forma, a ANBIMA gostaria de solicitar o esclarecimento da CVM quanto a isso.

Foi também levantada a dúvida se o § 1º do art. 61 tem a intenção, como a redação parece sugerir, de determinar que a listagem de emissor em mercado organizado implica que quaisquer valores mobiliários por ele emitidos passem a estar, automaticamente, admitidos à negociação naquele respectivo mercado organizado. Dessa forma, a Associação também gostaria de solicitar o esclarecimento da CVM se esse seria o entendimento correto e a intenção do referido dispositivo. Caso essa não seja a intenção da CVM, e o intuito do dispositivo seja estabelecer que a listagem de emissor em mercado organizado não implica automaticamente a admissão à negociação do valor mobiliário naquele mercado, mas tão somente a possibilidade de tal admissão, a ANBIMA propõe o seguinte ajuste na redação:



“Art. 61. A listagem de emissor em mercado organizado depende da solicitação do emissor e da decisão favorável da entidade administradora de mercado organizado.

§ 1º A listagem de emissor em mercado organizado corresponde ~~a~~ à possibilidade de admissão à negociação dos valores mobiliários por ele emitidos no respectivo mercado. (...)”

Por fim, em linha com os dispositivos referentes à suspensão e exclusão de valores mobiliários, tratados mais à frente nos arts. 68 a 71, foi considerado importante **reforçar**, também no art. 62, **os cuidados requeridos pelo art. 70, § 2º, quanto à negociação de valores mobiliários em mercados organizados estrangeiros**. Ainda nesse artigo, sugere-se a correção de uma referência trocada. Segue a proposta de redação:

“Art. 62. A entidade administradora de mercado organizado pode admitir à negociação valores mobiliários de emissores listados em mercado organizado administrado por outra entidade desde que adote procedimentos e controles que assegurem o cumprimento imediato, nos mercados organizados sob sua responsabilidade, das decisões tomadas pela entidade administradora de mercado organizado responsável pela listagem do emissor do respectivo valor mobiliário quanto à suspensão ou exclusão de sua negociação na forma dos arts. ~~67 e 68 e 69~~ desta Instrução.

Parágrafo único. As entidades administradoras de mercados organizados devem envidar seus melhores esforços para firmar acordos ou convênios com entidades administradoras localizadas em outras jurisdições que assegurem o cumprimento imediato das decisões de que trata o caput.”

5) Suspensão e exclusão de valores mobiliários (arts. 68 a 71)

Com relação ao art. 70, a ANBIMA considerou necessário que a suspensão da negociação ou exclusão de um valor mobiliário ocorra simultaneamente nos demais mercados organizados em que esteja admitido à negociação e imediatamente após a determinação e comunicação pela entidade administradora responsável pela listagem, de forma que não gere assimetrias. A Associação avaliou ser importante reforçar e deixar explícito que a entidade administradora de mercado organizado em que esteja listado o valor mobiliário é responsável por realizar tais comunicações, junto aos demais administradores de mercados organizados e ao regulador.



De modo complementar, a ANBIMA julgou necessário que a suspensão ou exclusão da negociação proposta no inciso II do referido artigo, para derivativos cujos ativos subjacentes tenham tido a sua negociação suspensa ou excluída, seja aplicável unicamente aos derivativos negociados em bolsa. Isso porque a negociação dos derivativos de balcão observa características específicas, quando comparadas aos mercados de bolsa, que são salvaguardadas por outros requisitos da regulação vigente e estabelecidas em contrato entre as contrapartes.

Com efeito, a Resolução 3.505, do CMN, dispõe sobre as condições para realização de operações de derivativos de balcão por instituições autorizadas a funcionar pelo BC e estabelece, entre outros dispositivos, que as cotações de ativos subjacentes utilizados como referenciais nessas operações devem observar os preços divulgados por bolsas ou infraestruturas de mercado especificadas ou, então, ser apurados com base em preços ou metodologias consistentes e passíveis de verificação. Em adição a essa definição regulatória, observa-se que uma eventual suspensão ou exclusão da negociação dos derivativos de balcão, por consequência dos dispositivos propostos na consulta da CVM, poderia trazer impactos não antecipados aos contratos firmados entre as contrapartes (incluindo aos acordos de compensação entre os mesmos), na medida em que tais situações poderiam ser enquadradas como eventos de inadimplemento.

A esse propósito, nota-se que a Instrução CVM 461 atualmente contém um dispositivo que condiciona a suspensão da negociação de derivativos em outros mercados contanto que “os motivos que tenham causado a suspensão também os afetem” (art. 60, § 4º).

Com base no exposto, propõe-se o seguinte ajuste de redação:

“Art. 70. A suspensão ou a exclusão da negociação de valor mobiliário por decisão da entidade administradora de mercado organizado em que esteja listado acarreta **de imediato**:

I – a suspensão ou a exclusão da negociação desse mesmo valor mobiliário nos demais mercados organizados em que esteja admitido à negociação; e

II – a suspensão ou exclusão da negociação, **em mercados organizados de bolsa**, dos derivativos cujos ativos subjacentes tenham sua negociação suspensa ou excluída.

§ 1º A exclusão ou a suspensão da negociação de valor mobiliário deve ser imediatamente comunicada ao mercado e à CVM **pela entidade mencionada no caput**.



§ 2º As entidades administradoras de mercados organizados devem envidar melhores esforços para firmar acordos ou convênios com entidades administradoras localizadas em outras jurisdições que assegurem a suspensão simultânea da negociação de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados nacionais e estrangeiros.”

Caso pertinente, uma alternativa para consideração pela autarquia seria a manutenção da redação mencionada acima e adotada no § 4º do art. 60 da Instrução CVM 461.

6) Negociação de grandes lotes de valores mobiliários (art. 67)

Em resposta ao interesse manifestado pela CVM em receber comentários quanto ao texto da Minuta a respeito do tema, a ANBIMA **considerou a abordagem proposta adequada**, sobretudo por trazer tais negociações para ambiente regulado, inclusive com maior controle no cumprimento dos critérios da negociação em mercado de balcão.

A Associação também considerou apropriado atribuir a responsabilidade pelo cálculo da quantidade que caracterizará um grande lote à entidade autorreguladora, mas reitera que esse processo deverá passar por ampla discussão com o mercado. Nesse sentido, os participantes recomendam que os critérios e parâmetros já dispostos atualmente na Instrução CVM 168 (quantidade e preço) sejam levados em consideração nas definições a serem desenvolvidas pela autorregulação. Ademais, dada a complexidade do tema, não foi identificado um consenso nesse estágio sobre outros possíveis critérios a serem considerados, sendo uma possibilidade, por exemplo, a avaliação sobre o critério de volume financeiro da operação no momento de caracterizar um grande lote de valores mobiliários para os fins desejados pelo normativo. Adicionalmente, não foram feitas objeções à proposta de realização simultânea de operações com ações em mercados organizados de bolsa e balcão.

Ainda no art. 67, o inciso II do § 1º dispõe que uma operação com grandes lotes será aquela que atenda (em conjunto com o critério trazido pelo inciso I) à condição de que ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários. Particularmente sobre a definição de “lote indivisível”, a Associação gostaria de confirmar junto à CVM o entendimento quanto à expressão, em especial, se se refere à ocorrência de uma transação com apenas um comitente na venda e um na compra. Caso seja essa a condição trazida pelo dispositivo, considerou-se pertinente fazer algumas observações adicionais.

A esse respeito, é importante esclarecer que a ANBIMA considera correta a preocupação manifestada pela CVM no preâmbulo da audiência, no sentido de evitar que vários lotes pequenos sejam agregados para gerar um grande lote, o que significaria utilização desnecessária da prerrogativa e impacto



indevido na liquidez dos mercados. Não obstante, sem prejuízo ao reconhecimento da multiplicidade de situações que podem envolver tanto a administração de recursos de terceiros como a organização interna de cada administrador de carteira de valores mobiliários, a Associação entende que **situações de gestão discricionária por gestor de carteira de valores mobiliários, desde que representem efetivamente uma única decisão de investimento daquele gestor para tais fundos e carteiras objeto da gestão discricionária**, permanecem ou deveriam permanecer passíveis de enquadramento como comitente único, para fins da exigência de lote único e indivisível na negociação de grandes lotes, de modo coerente com o tratamento dado pela CVM à gestão discricionária conjunta de diferentes fundos de investimento ou carteiras em outras situações – tais como o § 1º, art. 2º, da Instrução CVM 476; o § 1º, art. 82, da Instrução CVM 555; e a Decisão do Colegiado da CVM no Processo Administrativo CVM RJ2011/2324, entre outros exemplos.

Entendemos também que o conceito referido se aplica igualmente a decisões de investimento similares por outros **investidores profissionais e investidores não residentes** que exerçam, de modo regular, a gestão discricionária de recursos de terceiros. Por refletirem uma mesma decisão de investimento, a situação descrita não se enquadra no cenário de agregação de diversos negócios que a CVM pretende evitar e se ajusta aos objetivos associados ao estabelecimento de procedimentos especiais a que se refere o artigo em pauta. A ANBIMA coloca-se à disposição para discutir o assunto caso porventura o entendimento acima não reflita a visão da CVM sobre o tema.

7) Regras de negociação – procedimentos especiais de negociação em bolsa (arts. 91 a 95)

– Definição dos procedimentos especiais e operações em que devem ser aplicados

Quanto à proposta da CVM, que revoga a Instrução CVM 168/91 (“ICVM 168”) e considera que as entidades administradoras de mercado de bolsa têm condições de fixar os parâmetros para a adoção de procedimentos especiais, que passariam a constar em seus regulamentos (art. 92, inciso IV), foi **considerada positiva a flexibilização promovida pela autarquia**, uma vez que tais regras deixarão de estar fixadas em regulamentação. Por outro lado, a Associação ponderou que, ainda que os regulamentos de cada bolsa sejam aprovados pela CVM, a determinação dos procedimentos especiais de negociação por cada uma dessas entidades pode gerar efeitos indesejados, como regras díspares entre si e/ou assimetrias para os participantes. Assim, uma sugestão seria a **harmonização dos referidos procedimentos especiais por meio da determinação de requisitos mínimos comuns pela entidade autorreguladora** – de forma semelhante à proposta para a determinação de critérios mínimos para grandes lotes.



Segue, assim, proposta de redação a esse respeito:

“Art. 92. As regras de negociação da bolsa devem:
(...)

IV – prever a adoção de procedimentos especiais de negociação de valores mobiliários, **em linha com os requisitos mínimos determinados pela entidade autorreguladora**, com o objetivo de oferecer condições adequadas à participação equitativa dos investidores nas operações realizadas, bem como adequado processo de formação de preço no mercado.”

Com relação às circunstâncias em que devem ser aplicados os procedimentos especiais de negociação estabelecidos no art. 93, **o rol de operações sugerido** (em grande medida já dispostos na ICVM 168) foi considerado adequado.

– Referências de preço e quantidade

Ainda no art. 93, a CVM determina que as referências de quantidades e preços devem ser aquelas observadas no mercado de bolsa de maior liquidez em funcionamento no país (art. 93, § 2º). Foi observado que tal dispositivo pode favorecer uma situação de preponderância da bolsa já consolidada, bem como o surgimento de dúvidas quanto à extensão da aplicação dos procedimentos especiais pelas demais. Nesse sentido, as referências de quantidade e preço utilizadas para fins da aplicação de procedimentos especiais deveriam estar relacionadas, por exemplo, a um consolidado dos valores utilizados no mercado. Ademais, as referências utilizadas na própria bolsa em que a operação estava em curso deveriam ser contempladas. Desta forma, a sugestão é que essa matéria também **seja objeto de definição, ao menos de padrões mínimos, pela entidade autorreguladora, e em conjunto com contribuições dos participantes do mercado**. O objetivo seria o estabelecimento de regras mínimas, mas que não signifiquem que a abertura de procedimentos especiais em uma bolsa leve à abertura nas demais, ficando essa escolha para decisão de cada entidade.

– Operações realizadas por acionistas controladores

A ANBIMA também sugere a **unificação e a harmonização de procedimentos das regras de negociação das entidades administradoras de mercado organizado** pela entidade autorreguladora quanto ao tratamento das operações realizadas por acionistas controladores, conforme disposto no art. 93, § 3º.



– Deveres dos participantes

Em relação ao art. 94, a proposta foi considerada positiva pela Associação, no âmbito da normatização ora proposta. Porém, mesmo considerando compreensível a preocupação em prevenir situações que levem à inobservância de procedimentos especiais em operações que deveriam sujeitar-se a tais regimes, foi percebido que, na forma proposta, o art. 94 pode não atender completamente os objetivos almejados e impor, por outro lado, deveres por demais onerosos aos participantes, merecendo alguns ajustes.

Nesse sentido, foi observado que, diante da dinâmica atual do mercado brasileiro, estabelecer que os participantes alertem os clientes e solicitem informações expressas “ao receberem ordens” traz complexidades operacionais que podem tornar inviável o cumprimento, na prática, dos deveres previstos no art. 94. Considerando que as exigências informacionais referem-se a circunstâncias ou fatos conhecidos pelo cliente (vínculo com partes relacionadas ou quantidade total de valores mobiliários) e não pelos participantes (daí o dever de os clientes declararem tais circunstâncias), parece à Associação que caberia aos participantes a responsabilidade de, primeiramente, dar ciência aos clientes sobre esse dever de informação de forma contínua, e não apenas no momento em que espera a execução de uma ordem pelo participante.

Vale ressaltar que a redação do art. 7º da Instrução CVM 168 data de 1991, quando as negociações eram realizadas em pregão viva voz, ou seja, em uma velocidade e latência muito distintas daquelas verificadas nas condições atuais. Procedimentos de alertas e coleta de informações junto aos clientes no momento do recebimento da ordem não seriam adequadamente operacionalizados no atual padrão da maioria das interações mantidas entre participantes e clientes. Daí a proposta de os participantes destacarem esses deveres aos clientes – assim como a forma como observarão os procedimentos especiais definidos por cada entidade administradora de mercado – de forma prévia, nos seus procedimentos e controles internos, documentos cujo teor os clientes presumidamente conhecem antes de iniciarem suas operações e de forma contínua.

Propõe-se, além disso, que o cliente fique ciente de que deverá dar conhecimento ao participante sobre situações passíveis de procedimentos especiais também por meio de previsão estabelecida nos procedimentos e controles internos, dando liberdade aos participantes para decidirem como preferem receber tal informação dos clientes (e o grau de formalização exigido).

Ainda, apesar de ciente dos deveres dos participantes de zelar pela hígidez e bom funcionamento dos mercados nos quais operam, a ANBIMA entende que a redação do art. 94 pode levar à interpretação de que participantes teriam capacidade ou ingerência sobre informações privativas dos clientes (em certos casos protegidas por sigilo bancário), extrapolando os limites de um relacionamento comercial



no âmbito da prestação de serviços de intermediação. Por isso, em linha com os comentários anteriores, além de reforçar que o dever de prestar tais informações recai sobre o cliente, considerou-se importante deixar claro que, na ausência de qualquer indicação que apoie tal conclusão, presumir-se-á a não sujeição das operações aos procedimentos especiais (inclusão do § 1º do art. 94).

Nas situações em que as informações disponíveis permitam ao intermediário constatar tal condição, deve ele mesmo informar a necessidade de procedimentos especiais à entidade administradora de bolsa. Com esse intuito, propõe-se a introdução do § 2º, deixando claro aos participantes a obrigação de informar às entidades administradoras de bolsa se tiverem o conhecimento de qualquer das situações previstas no art. 93 (e não apenas no momento de recebimento das ordens), preservando os deveres de diligência originalmente trazidos pela redação do art. 94.

Uma sugestão adicional da Associação refere-se ao dever das entidades administradoras de bolsa de prever de forma clara, em seus regulamentos, o que consideram como sendo “vínculo do cliente vendedor com os acionistas controladores ou a administração da companhia emissora” que enseja a adoção de procedimentos especiais de negociação, para fins do art. 93 (proposto assim o § 3º). Tal proposta visa trazer clareza aos intermediários e clientes, evitando dúvidas quanto ao entendimento de cada entidade sobre o conceito de vínculo, mas pode ser atendida pela introdução de dispositivo semelhante nos artigos que antecedem o referido art. 94.

Segue a proposta de redação:

“Art. 94. Os participantes, ~~ao receberem ordens que se enquadrem nas hipóteses previstas no art. 93,~~ devem **informar aos seus clientes em suas regras, procedimentos e controles internos sobre:**

I - ~~alertar seus clientes sobre~~ a necessidade de realização de procedimentos especiais **no caso do recebimento de ordens que se enquadrem nas situações previstas no art. 93, bem como a forma e critérios adotados pelo participante para cumprimento de tais procedimentos especiais; e**

II - **sobre os deveres do cliente vendedor,** nos casos previstos nas regras de negociação da bolsa, de **informar expressamente ao participante** ~~obter declaração expressa do cliente vendedor~~ sobre: -

a) a existência de vínculo com os acionistas controladores ou a administração da companhia emissora; e



ε b) a quantidade total de valores mobiliários envolvida na operação.

a) § 1º – Na ausência de informação expressa do cliente vendedor, será presumido pelos participantes o não enquadramento das ordens às hipóteses previstas no art. 93 que dependam dessa informação, assim como o desconhecimento, pelo cliente vendedor, de qualquer informação relevante sobre o emissor do valor mobiliário que não seja de domínio público.

≡ § 2º - Quando tiverem conhecimento de situações que se enquadrem nas hipóteses previstas no art. 93, os participantes devem informar **imediatamente** à entidade administradora do mercado de bolsa, para a adoção dos procedimentos previstos nos regulamentos.

§ 3º - Caberá à entidade administradora definir em seus regulamentos o conceito de vínculo do cliente vendedor com os acionistas controladores ou a administração da companhia emissora que adotar, para as finalidades previstas no art. 93.”

8) Gerenciamento de riscos e controles internos (arts. 72 a 87)

Em termos gerais, foi observado que o presente cenário de crise trazido pela pandemia de **Covid-19** vem gerando impactos significativos nas atividades dos mercados financeiro e de capitais, sendo um dos destaques as alterações impelidas aos controles internos e operacionais e no gerenciamento de riscos. A ANBIMA entende que ainda é cedo para apontar conclusões sobre o tema, mas considera que já é possível identificar arranjos que devem ganhar especial atenção frente ao uso intensivo da contingência. É o caso, por exemplo, da utilização do trabalho remoto, no âmbito das instituições e, em termos sistêmicos, do desenvolvimento de protocolos de resposta a incidentes comuns às instituições e entidades.

– Padrões mínimos

Com relação aos procedimentos previstos no PCN (Plano de Continuidade de Negócios) a serem implementados e mantidos pelas entidades administradoras de mercado organizado (art. 75, inciso II), a ANBIMA também considera necessária uma **harmonização mínima dos protocolos e procedimentos**, de forma inclusive a contribuir para a sua execução e colaboração pelos participantes, quando for o caso. Desta forma, a sugestão é que diretrizes mínimas dos planos de continuidade sejam determinadas pela entidade responsável pela autorregulação unificada.



Também foi discutida a possibilidade do estabelecimento de **princípios mínimos para os programas de segurança cibernética** pela entidade autorreguladora. Contudo, foi registrada preocupação quanto aos esforços exigidos, que devem ser compatíveis com as características e o tamanho de cada entidade administradora de mercado organizado, com os critérios próprios de classificação de risco da instituição e proporcionais aos riscos identificados.

Desta forma, a seguinte redação foi sugerida:

PCN:

“Art. 75. As entidades administradoras de mercado organizado devem implementar e manter:
(...)

II – planos de continuidade de negócios **de acordo com os princípios mínimos determinados pela entidade autorreguladora e** que estabeleçam: (...)

Segurança cibernética:

“Art. 82. Os procedimentos previstos nos arts. 72 e 80 devem incluir o desenvolvimento e a implantação de um programa de segurança cibernética **de acordo com os princípios mínimos determinados pela entidade autorreguladora e compatível com a natureza e a complexidade das operações realizadas nos mercados administrados, e dos produtos, serviços, atividades e processos da instituição, e proporcional à dimensão e à relevância da exposição aos riscos, segundo critérios definidos pela entidade administradora de mercado organizado,** abrangendo, no mínimo: (...)”

– Divulgação das políticas aos participantes

Foi ainda observada a necessidade de que as principais diretrizes das *políticas e procedimentos* de cada entidade administradora de mercado organizado relacionadas ao gerenciamento de riscos (art. 72), ao PCN (art. 75), aos sistemas críticos (art. 79), à segurança da informação (art. 80) e à segurança cibernética (art. 82) sejam também **compartilhadas com os participantes do mercado**, respeitando as informações estratégicas a serem mantidas em sigilo pelas entidades. Essa divulgação tem como objetivo dar conhecimento das políticas e dos planos de ação aos participantes, permitindo a cada um deles avaliar e realizar as adaptações necessárias para coordenar seus protocolos e procedimentos àqueles previstos pelas entidades administradoras de mercado organizado nos casos mencionados. Tal medida também contribuiria para uma melhor execução de cada um desses planos quando acionados.



– Divulgação dos resultados de testes aos participantes

Em linha com o exposto, e também visando a uma melhor coordenação e contribuição dos participantes, foi sugerido que os principais **resultados dos testes anuais** realizados pelas entidades administradoras de mercado organizado para monitorar a eficiência e eficácia de seus PCNs, das políticas e dos procedimentos relacionados a sistemas críticos e à segurança cibernética sejam também reportados aos participantes, novamente respeitando o sigilo cabível às informações consideradas estratégicas pela entidade.

A esse respeito, sugerimos os seguintes ajustes na redação dos dispositivos:

PCN:

Art. 77. A entidade administradora de mercado organizado deve revisar e realizar testes anuais para monitorar a eficiência e eficácia de seus planos de continuidade de negócios e reportar os resultados dos testes realizados ao conselho de administração e à SMI.

Parágrafo único. Os resultados dos testes realizados de que trata o caput devem também ser divulgados a seus participantes, em nível de detalhamento compatível com as atividades desempenhadas e com a sensibilidade das informações.

Sistemas críticos:

Art. 79. As entidades administradoras de mercado organizado devem desenvolver e implementar políticas e práticas visando garantir que seus sistemas críticos, sejam eles operados diretamente pela entidade ou por terceiros, tenham níveis de capacidade, integridade, resiliência, disponibilidade e segurança adequados para manter a capacidade operacional da entidade e garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados organizados administrados.

(...)

§ 3º A entidade administradora de mercado organizado deve encaminhar anualmente ao conselho de administração e à SMI relatório sobre os testes dos sistemas críticos, indicando:

(...)

§ 4º O envio do relatório sobre os testes dos sistemas críticos de que trata o §3º também deve ser divulgado a seus participantes, em nível de detalhamento compatível com as atividades desempenhadas e com a sensibilidade das informações.

§ 4 5º (...)



Segurança cibernética:

Art. 82. Os procedimentos previstos nos arts. 72 e 80 devem incluir o desenvolvimento e implantação de um programa de segurança cibernética, abrangendo, no mínimo:

(...)

~~Parágrafo único.~~ §1º A revisão de que trata o inciso IV deve incluir a realização de testes para avaliar a vulnerabilidade da entidade administradora de mercado organizado contra ataques cibernéticos.

§2º A entidade administradora de mercado organizado deve encaminhar relatório sobre os testes de que trata o §1º a seus participantes, em nível de detalhamento compatível com as atividades desempenhadas e com a sensibilidade das informações.

9) Características do mercado de balcão organizado (art. 96)

A inclusão de parágrafo único nos arts. 88 e 96, que tratam respectivamente das características dos mercados de bolsa e de balcão organizado, suscitou dúvidas nos participantes de mercado quanto à distinção entre operações realizadas em um ou outro ambiente de negociação, nos casos submetidos à condição estabelecida no referido parágrafo. O mencionado dispositivo estabelece que tanto as operações em bolsa quanto aquelas relacionadas nos incisos I e II do referido art. 96, que trata de modalidades de operações em mercado de balcão organizado, devem ser necessariamente compensadas e liquidadas por meio de entidade que assuma a posição de contraparte central, suscitando dúvidas quanto às diferenças remanescentes entre essas operações, em especial se permanecem relacionadas àquelas listadas no art. 4º da referida minuta.

Também no que se refere às operações em mercado de balcão organizado, a ANBIMA é favorável à proposta de inclusão de nova modalidade (inciso III) entre aquelas consideradas no mencionado art. 96, caracterizada por sistema centralizado e bilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda entre contrapartes previamente habilitadas. Como o texto da audiência reforça, tais operações já existem, na prática, e são enquadradas, por analogia, como forma de operação em mercado de balcão organizado.

Ainda que considerem positiva a inclusão, alguns participantes levantaram dúvidas quanto ao enquadramento dessas operações nas situações em que um formador de mercado atua como contraparte assumindo a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e venda (conforme Instrução CVM 384). Nessa situação, surgiram dúvidas quanto à necessidade de enquadramento das referidas operações no inciso II do mesmo artigo – única modalidade que explicita a atuação de formador de mercado como contraparte com tal obrigação – ou se tais operações também poderiam ser



enquadradas no inciso III. No primeiro caso, cabe notar que o enquadramento obrigatório no inciso II significaria, na redação proposta, a necessidade de compensação e liquidação por meio de entidade que assuma a posição de contraparte central, arranjo esse não disponível, no mercado local, no caso de títulos de crédito privado. Caso se confirme o entendimento de que é possível o enquadramento das operações no inciso III, ainda que tenham como contraparte formador de mercado, talvez seja o caso de esclarecer tal possibilidade no texto do referido inciso.

10) Considerações adicionais

Com relação aos demais impactos de um possível cenário de concorrência entre ambientes de negociação no Brasil, foi levantada preocupação com relação à **interoperabilidade dos ambientes de pós-negociação**. Considerando que as atividades das câmaras de compensação e de liquidação são objeto de regulação e supervisão próprias e tendo em vista a complexidade associada à integração dos sistemas, considerou-se pertinente destacar a importância atribuída pelos participantes à coordenação entre reguladores do mercado financeiro e de capitais, no sentido das adaptações necessárias à existência de mais de um ambiente de negociação. Em especial, foram ressaltadas as questões operacionais, associadas ao gerenciamento e à liquidação das operações.

Outro ponto de atenção refere-se aos esforços no sentido de evitar práticas de **discriminação de acesso** a participantes. Os critérios de admissão de participantes não devem constituir barreiras à entrada, por exemplo, no caso do estabelecimento de exigências muito complexas de precisão de registros a serem determinadas por cada entidade administradora de mercado no âmbito do processo de sincronização de relógios.

Por fim, também foi observado que impactos concorrenciais podem advir de práticas concernentes à **propriedade de dados**. A esse respeito, foi reforçada a importância da coordenação da CVM com os demais órgãos competentes, como Cade e Inpi.



III. Comentários à Minuta C (alterações na ICVM 505)

1) *Best execution (nova redação para art. 19 da ICVM 505):*

O art. 1º da minuta C propõe alteração nos arts. 19, 20, 21 e 30 da Instrução CVM 505 (“ICVM 505”). No caso do art. 19, que dispõe sobre a execução de ordens no melhor interesse do cliente (best execution), é sugerida pela autarquia uma nova redação para o caput do artigo, bem como a diferenciação dos critérios utilizados para aferir as condições do negócio no caso de investidores não qualificados. Conforme destacado pela CVM, a alteração mantém o regime atual que atribui ao intermediário a responsabilidade pela melhor execução, mas traz aperfeiçoamentos significativos nos procedimentos necessários para atestar o atendimento a esse princípio.

A discussão na ANBIMA revelou um posicionamento favorável à proposta de manutenção do regime atual, relativamente à responsabilidade do intermediário pela melhor execução. A maior flexibilidade para considerar diferentes critérios e a não obrigatoriedade de conexão a todos os ambientes de negociação foram consideradas características adequadas ao mercado brasileiro, mas também elementos alinhados à evolução do debate a esse respeito em outras jurisdições.

A CVM solicitou manifestação quanto à alternativa representada pelo roteamento automático de ordens e, em especial, quanto a uma possível introdução de regra similar à Order Protection Rule existente nos Estados Unidos da América. Foi observado pelos participantes que a interoperabilidade e o roteamento automático de ordens, quando disponíveis, serão ferramentas relevantes para o processo de obtenção de melhores condições de execução, além de constituírem instrumentos por meio dos quais as entidades administradoras de mercado poderão contribuir para esse processo. Contudo, o debate recente sobre best execution em outras jurisdições tem mostrado que, além de propiciar um ambiente de competição e de espaço às novas tecnologias, é importante que o arcabouço regulatório contenha regras adequadas à estrutura dos mercados, para que não acarretem custos e complexidade incompatíveis com a eficiência buscada com o regime de interoperabilidade.

Sobre a Order Protection Rule vigente nos Estados Unidos da América, a ANBIMA observou que vem se mostrando um arranjo complexo, compatível com a extensão e diversidade do mercado norte-americano, mas que exige constantes ajustes de governança e incentivos internos, principalmente aos operadores de mercado organizado, para assegurar sua eficiência e qualidade. Em regimes de best execution mais prescritivos, como o norte-americano, o sistema de roteamento de ordens implementado para atendimento à Order Protection Rule implicou a criação de uma referência



disponível de preços, em nível nacional (multimercado) e de uma infraestrutura suplementar, para acesso aos diversos mercados e a informações tempestivas de preços de referência, além da interoperabilidade. Como demonstram as propostas e discussões promovidas pela SEC nos últimos tempos¹⁴, manter a eficiência desse sistema implica ajustar e modernizar a governança da infraestrutura, os métodos de coleta e disponibilização de dados, bem como as situações que exigem regras específicas ou exceções. Tendo em vista o grau de competição e profundidade do mercado norte-americano, a revisão periódica para manter tal estrutura faz sentido, mas esse não é o contexto atual do mercado brasileiro.

A experiência recente norte-americana contrasta com a maior flexibilidade da regra de best execution vigente na Europa. Em âmbito europeu, as regras dispostas pela União Europeia no Markets and Financial Instruments Directives II (“MiFID II”) admitem a consideração de critérios diferenciados nos procedimentos que devem ser utilizados para assegurar tal princípio, bem como na escolha de ambientes de negociação, tendo sido reforçados, em relação à regra anterior, somente os requisitos informacionais e relacionados ao cliente de varejo. A avaliação mais recente do funcionamento da regra dá conta de questões relativas à disponibilidade de informações – esperadas em um contexto de múltiplos países e ambientes – mas atesta aumento da transparência e maior eficiência do mercado, do ponto de vista dos clientes. Na Austrália, a regra mais recente, atualizada exatamente para adaptação à maior concorrência naquele mercado – novo entrante e diversificação de ambientes – também admite critérios e prioridades diferenciadas para o intermediário atender a tal princípio.

Tendo em vista a experiência internacional, a ANBIMA considerou consistente a opção da CVM pelo regime semelhante ao europeu, e entende como adequada a maior responsabilidade atribuída ao intermediário, que deverá buscar as melhores condições para a execução de uma ordem nos mercados em que operar. Ademais, entende-se que o intermediário também deverá reunir informações que atestem esse esforço e assegurar que estejam disponíveis para comprovação junto a seus clientes.

Por sua vez, a nova redação proposta para o caput do art. 19 determina a execução de ordens nas melhores condições permitidas pelo mercado, inclusive quando estas forem porventura distintas da indicação do cliente. Tal fato pode ensejar situações em que a busca das melhores condições seja, inclusive, contraproducente para o atendimento de ordens determinadas, podendo resultar em ineficiências e riscos para ambas as partes. Ademais, a decisão quanto aos termos de execução de uma

¹⁴ Ver: <https://www.sec.gov/rules/sro/nms/2020/34-87906.pdf>. e <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-103>. A esse respeito, foi preparado material sobre a experiência internacional para apoio às discussões do grupo de trabalho que pode ser consultado mediante solicitação.



ordem, por parte do cliente, pode levar em conta outros fatores não necessariamente alinhados àqueles considerados pelo intermediário.

Com isso, procurou-se preservar, na redação do dispositivo, a possibilidade de o intermediário dar preferência à execução circunscrita às condições indicadas pelo cliente quando essa opção for por ele manifestada. Nesse caso, a ANBIMA entende que o intermediário deverá estar apto a fornecer ao cliente as informações que tenha reunido com relação à execução, na forma prevista em suas regras, procedimentos e controles internos, e em conformidade com a regulação vigente. As sugestões acarretam alteração no caput do artigo e a inclusão do parágrafo § 3º conforme mostrado a seguir. Vale notar que tal prerrogativa é também prevista na atual regra europeia, bem como na australiana, em ambos os casos atreladas à especificação dessa condição pelo cliente e à devida transparência relativamente às informações a serem disponibilizadas pelo intermediário.

Quanto às alterações propostas para investidores considerados não qualificados (§ 2º, art. 19, da Instrução CVM 505), foi considerada apropriada a utilização do critério de desembolso total para aferição da melhor execução. Apenas com vistas à harmonização dos termos utilizados ao longo da norma, sugere-se a substituição da expressão “instrumento financeiro” por “valor mobiliário”.

Segue proposta de redação:

“Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas melhores condições que o mercado permita, desde que iguais ou melhores que as indicadas pelo cliente, **na forma estabelecida em suas regras, procedimentos e controles internos**.

§ 1º Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

§ 2º Quando se tratar de ordem de investidor considerado como não qualificado nos termos da regulamentação específica, o critério para aferição da melhor execução deve ser o desembolso total pela operação, representado pelo preço do ~~instrumento financeiro~~ **valor mobiliário** e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.

§ 3º O intermediário poderá executar ordens nas condições indicadas pelo cliente, desde que tenham sido por este especificadas.



Por fim, ao longo do debate sobre best execution e de outros temas correlatos trazidos pela audiência, o tema **internalização de ordens foi diversas vezes mencionado**. A Associação está ciente de que o assunto integra a “Agenda Regulatória CVM 2020”, divulgada pela autarquia, e que será tema de estudo a ser realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) no período. Embora ainda não tenha sido formado um posicionamento a esse respeito, a discussão aprofundada dos aspectos relacionados à internalização foi considerada importante, assim como informar à CVM sobre a disposição dos integrantes de mercado para debater o assunto, quando a entidade considerar oportuno.

2) Regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens (nova redação para o art. 20 da ICVM 505)

Com relação ao inciso III do art.20, a ANBIMA considerou correto o regime informacional proposto para o cliente quanto aos diferentes mercados em que os valores mobiliários podem ser negociados, ainda que o intermediário não seja autorizado a operar em todos eles. Por outro lado, a redação do referido inciso suscitou dúvidas quanto à necessidade de aplicação do dispositivo a cada vez que uma ordem é recebida. O entendimento da Associação nesse caso, considerando potenciais custos de observância e bem assim a dinâmica dos fluxos de ordens no mercado de valores mobiliários, é que essa informação deveria ser provida de forma consolidada, de acordo com as regras e os procedimentos de atuação acordados com o intermediário, e não a cada ordem.

Em linha com o pleito mencionado, a Associação reforça o entendimento de que o intermediário deverá buscar reunir as informações que atestem esforço de melhor execução a cada ordem. Ainda que essas informações não sejam apresentadas ordem a ordem, o intermediário deve assegurar que estejam disponíveis para comprovação junto a seus clientes e que sejam providenciadas sempre que solicitadas, nos termos da regulamentação em vigor, com destaque ao art. 32, inciso VIII, da ICVM 505. Dessa forma, é também proposta a inclusão do inciso IV no art. 20 para reforçar esse dever.

Seguem as sugestões de ajuste na redação dos dispositivos:

“Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a:
(...)



III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários ~~objeto da ordem~~ podem ser negociados, ainda que o intermediário não seja autorizado a operar em todos os mercados.

IV – disponibilizar informações referentes à execução de que trata o art. 19 na forma prevista no art. 32, inciso VIII.”

3) Atuação do intermediário em mercado de balcão não organizado (inclusão do art.21-A na ICVM 505)

Sobre os novos requisitos informacionais a serem incluídos na ICVM 505 trazidos pelo art. 21-A, inciso II, relacionados à atuação dos intermediários em mercado de balcão não organizado, a ANBIMA entendeu que a maior transparência determinada no dispositivo pode trazer benefícios para certos segmentos, inclusive de ampliação da liquidez.

Contudo, o dispositivo suscitou dúvidas quanto ao seu escopo e abrangência, considerando que a determinação, nos termos do texto sugerido na minuta C, em sua literalidade, abrangeria as diversas operações alcançadas pela definição do art. 3º da minuta A. Ademais, incluiria quaisquer das hipóteses previstas nos incisos II a VI do respectivo art. 66, na medida em que a situação envolvida na aplicação de tais incisos seja passível de enquadramento no referido art. 3º, em razão da atuação de intermediário.

Nesse contexto, a requerida “disponibilização de informações sobre os negócios realizados nos últimos 18 meses” desse amplo conjunto, sem uma melhor especificação das transações ou eventos a serem considerados, pode abarcar situações em que a divulgação dos termos do negócio não produz os benefícios pretendidos em termos de transparência, gerando custo de observância desnecessário. Pode ser o caso, por exemplo, de parte relevante das distribuições primárias de valores mobiliários. Notadamente, a distribuição primária de cotas de fundos de investimento pode ser uma dessas exceções, em especial de fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto, sem negociação secundária, ou a de cotas de fundos de investimento fechados negociados em mercados organizados de bolsa. Nesses casos, outros mecanismos de acesso às condições de negociação e preço já existem e estão disponíveis.

A esse respeito, solicitamos que a CVM promova ajustes no dispositivo de forma a tornar mais claras: (i) a abrangência dos negócios a que se refere e (ii) as operações e/ou segmentos que constituem exceção a essa determinação. Considerando a eventual dificuldade de antecipar todas as situações no texto da norma, sugerimos a redação abaixo, sem prejuízo da disponibilidade da ANBIMA em



continuar a discussão a respeito do tema, inclusive sobre a melhor forma de delimitação de operações a serem alcançadas pela norma, posteriormente à avaliação pela CVM destes comentários.

Segue proposta de ajuste na redação:

“Art. 21-A. Os intermediários que atuem em mercado de balcão não organizado devem manter em sua página na rede mundial de computadores, de forma organizada, gratuita e com fácil acesso, no mínimo, as seguintes informações:

I – as regras de que trata o caput do art. 20; e

II – **relativamente às negociações secundárias de valores mobiliários**, arquivo contendo as informações dos negócios realizados nos últimos 18 meses contendo, no mínimo:

(...)

Parágrafo Único. A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI poderá, justificadamente:

I – **estender o alcance da divulgação prevista no inciso II para certas negociações primárias de valores mobiliários que não estejam admitidos nem sejam destinados à negociação em mercado organizado, cujo interesse na divulgação seja por ela determinado e com relação às quais informações adequadas não estejam já disponíveis no mercado por outros meios considerados satisfatórios;**

II – **dispensar os intermediários da divulgação referida no inciso II, com relação a determinados valores mobiliários ou modalidades de operações, ao considerar que referida divulgação seja desnecessária, ou que informação adequada já está disponível no mercado por outros meios satisfatórios.”**

“Art. 21-B. Os intermediários que atuem em mercado de balcão não organizado devem, ainda, encaminhar à CVM, **com relação às situações alcançadas pelo inciso II do art. 21-A**, as informações sobre os negócios realizados no formato, meio e periodicidade determinados pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI” (NR).”



4) Interfaces oferecidas aos clientes (arts. 20 e 34-A)

Quanto aos arts. 20 e 34-A, os participantes ficaram em dúvida sobre a abrangência atribuída às “interfaces oferecidas a seus clientes”: a expressão refere-se apenas às interfaces da instituição ou engloba aquelas ofertadas por/disponibilizadas por meio de terceiros, fora do perímetro regulatório da CVM. A Associação sugere ajuste na redação dos artigos de forma a explicitar que se trata de interfaces do próprio intermediário, como segue:

“Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a:

(...)

§ 4º As regras de que trata o caput e suas alterações devem:

(...)

III – estar disponíveis na página do intermediário na rede mundial de computadores, nos aplicativos e em outras **interfaces** **formas de interação próprias** oferecidas a seus clientes, em local de fácil acesso.”

“Art. 34-A. O intermediário deve manter disponível em local de fácil acesso em sua página na rede mundial de computadores, nos aplicativos e em outras **interfaces** **formas de interação próprias** oferecidas a seus clientes orientação sobre o funcionamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, incluindo, no mínimo, informação sobre: (...)”

