

Rio de Janeiro, 26 de junho de 2020.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro  
20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger  
Email: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19

Na qualidade de associação representativa dos interesses dos intermediários do mercado de capitais brasileiro, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”) apresenta à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) suas sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19 (“Edital”), que colocou em discussão minutas de novas Instruções regulando (a) o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e da constituição e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado, em substituição à Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“ICVM 461”) (“Minuta A”); (b) a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários (“Minuta B”); e (c) o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*), alterando a Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 (“ICVM 505”) (“Minuta C” e, em conjunto com a Minuta A e Minuta B, as “Minutas”).

Antes de tratar dos aspectos das Minutas que mais chamaram a atenção dos seus associados, a ANCORD congratula a CVM pela iniciativa de propor aprimoramentos ao regime jurídico aplicável ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários. É certo que a alteração do regime é muito bem-vinda, especialmente porque desde a edição da ICVM 461 o mercado de capitais sofreu alterações relevantes decorrentes de diversos fatores como a popularização dos investimentos de risco e a implementação de novas tecnologias pelos agentes do mercado.

## **I. Minuta A**

### a) Sincronização de Relógios (arts. 17, caput e 57, III)

1. No Edital, a CVM manifestou interesse em receber comentários dos participantes do mercado sobre a adoção do padrão UTC (*Coordinated Universal Time*) para a sincronização de relógios, bem como sobre a opção proposta pela Minuta A de não estabelecer um nível de precisão para os registros.

2. Com relação ao padrão UTC, a ANCORD considera a alteração adequada. A adoção desse sistema uniformizará os sistemas dos mercados ao padrão universal de registro utilizado. Conforme destacado no Edital, a mudança também está em linha com recente recomendação da IOSCO para o estabelecimento de uma trilha de auditoria confiável<sup>1</sup>.

3. No que se refere ao nível de precisão para os registros, a ANCORD entende que a norma não deve estabelecer um nível específico, em consonância com o entendimento da CVM de que as entidades administradoras de mercado teriam condições de fazê-lo, considerando as características dos mercados que administram.

4. A alteração proposta pela CVM ensejará os seguintes benefícios: (i) viabilizará a criação de uma trilha de auditoria confiável para as operações e negócios cursados nos mercados regulamentados; (ii) permitirá a sincronização dos dados entre os mercados; e (iii) eliminará riscos causados por diferentes fusos horários existentes no país. Sob a perspectiva dos supervisores de mercado, departamentos de *compliance* dos agentes de mercado, investidores não residentes e custodiantes globais, a sincronização é uma mudança que se mostra adequada e recomendável. Embora a sincronização imponha aos agentes de mercado custos para adaptação dos seus sistemas, não foram identificadas desvantagens na adoção do padrão proposto cujo objetivo é tão somente alinhar o arcabouço regulatório brasileiro aos padrões internacionais já implementados e testados.

### b) Fita Consolidada

---

<sup>1</sup> Relatório para consulta pública OICV/IOSCO CR04/2019, de setembro de 2019. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD637.pdf>.

5. Na Minuta A, a CVM optou por não determinar a obrigatoriedade de existência de um consolidador de informações oficial (*consolidated tape provider* – CTP), propondo que o serviço de consolidação fosse prestado, conforme necessário, por múltiplas instituições atuando como provedores de informações (*market data vendors*). A CVM manifestou interesse em receber comentários do mercado sobre a conveniência da sua proposta.

6. A disciplina quanto à obrigatoriedade de existência de consolidador oficial de informações é um assunto que se relaciona com o regime de *best execution* adotado em cada jurisdição<sup>2</sup>. Via de regra, os regimes de melhor execução de ordens estão divididos entre aqueles prescritivos ou discretos – no qual são escolhidos um ou poucos critérios para balizar o dever atribuído aos intermediários de executar as ordens no melhor interesse dos seus clientes (nomeadamente, o preço) – e aqueles complexos – no qual são indicados diversos critérios para embasar o dever de melhor execução (como, por exemplo, preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume e a natureza da transação).

7. A ANCORD entende que o consolidador de informações costuma ser mais útil no âmbito de regimes prescritivos de melhor execução – nos Estados Unidos, por exemplo, onde o regime de *best execution* vincula-se ao critério de melhor preço, a disponibilização das informações aos intermediários e demais participantes de mercado é realizada por três fitas consolidadas.

8. Este, contudo, não é o caso do regime disposto atualmente na ICVM 505 ou na nova redação a ser atribuída, pela Minuta C, ao art. 19, §1º da referida instrução<sup>3</sup>. No Brasil, vigora um regime semelhante ao Europeu, no qual o dever de melhor execução demanda a observância de diversos critérios. Conforme se verá abaixo, a ANCORD entende que esse sistema é adequado e deve ser mantido – não há necessidade de se implementar no Brasil sistema prescritivo semelhante ao da *order protection rule* norte-americano. Além dos benefícios do sistema da *order protection*

---

<sup>2</sup> “The frameworks governing best execution and market data become particularly important when markets evolve from a single or dominant exchange to multiple venues that display and execute orders. Both the concept of best execution and the management of market data also become more complex and difficult to manage as alternative venues compete with the national, incumbent or listing exchange. The two issues are closely linked: the need for consolidated market data flows from best-execution obligations.” Estudo da *Rosenblatt Securities*, elaborado para a BM&FBovespa, para integrar a respectiva resposta à Consulta ao Mercado nº 5/2013, da CVM, em 2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoIII\\_09-08-2013.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoIII_09-08-2013.pdf).

<sup>3</sup> 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. § 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.

*rule* não serem evidentes – o sistema já é contestado mesmo no mercado americano –, eventual mudança para esse regime implicaria em diversos custos de adaptação dos sistemas dos intermediários e das entidades administradoras de mercado organizado.

9. Assim, a ANCORD entende que se as regras referentes à *best execution* continuarem vinculadas a uma série de critérios, tal como proposto pela redação do art. 19, §1º da Minuta C e tal como reputado adequado pela ANCORD, não deve haver a exigência de um CTP oficial. Caso as regras da Minuta C referentes à *best execution* sejam alteradas para limitar os critérios a serem aferidos – o que, aparentemente, não será o caso e nem é mesmo recomendável –, a inclusão de exigência de um CTP oficial pode vir a ser benéfica e discutida de maneira mais objetiva pelos participantes do mercado.

c) Informações de Divulgação Pública (arts. 38 a 41)

10. Considerando o caráter essencial que dados e informações exercem na formação de preços dos ativos negociados no mercado secundário, a Minuta A, em linha com o disposto na ICVM 461, estabelece um conjunto mínimo de informações que deve ser disponibilizado ao público investidor e divulgado pelas entidades administradoras de mercado organizado a fim de promover a eficiência, higidez e integridade das negociações realizadas. À luz do interesse da CVM em receber comentários quanto à abordagem proposta na Minuta A sobre o tema, a ANCORD entende que há dois aspectos que merecem destaque.

11. Atualmente, o art. 63, I da ICVM 461 prevê que a entidade administradora de mercado organizado deve manter, pelo prazo de cinco anos, “*sistema de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas que permitam sua consulta ou reconstituição (...)*”<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Art. 63. A entidade administradora de mercado organizado deve manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos, ou até o encerramento das investigações, quando a CVM houver comunicado sua existência à entidade administradora: I – sistema de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas que permitam sua consulta ou reconstituição, ressalvadas, quanto às ofertas, as especificidades dos sistemas de negociação em viva-voz; (...).

12. O art. 38, §2º proposto na Minuta A<sup>5</sup> excluiu do rol de informações obrigatórias a serem armazenadas e divulgadas pela entidade administradora de mercado organizado os dados sobre ofertas realizadas.

13. A ANCORD entende que a referida exclusão não é benéfica ao mercado, uma vez que a não obrigatoriedade de armazenamento de informações referentes às ofertas pode dificultar ou impossibilitar a consulta e a reconstituição das informações a elas relacionadas, sendo certo que a apresentação dessas informações pode vir a ser necessária em determinadas circunstâncias, como, por exemplo, no âmbito de processos judiciais, administrativos ou arbitrais.

14. Além do mais, no que se refere às informações sobre os negócios realizados nos ambientes de negociação, o art. 38, §2º, I<sup>6</sup> da Minuta A reduziu o prazo de manutenção obrigatória de cinco anos, como atualmente preveem os arts. 16, I e 63, I da ICVM 461<sup>7</sup>, para apenas dezoito meses.

---

<sup>5</sup> 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:

I – cópia dos seguintes documentos e de suas alterações: a) estatuto social; b) regras relativas às hipóteses, prazos e efeitos da interposição de recursos ao conselho de administração; c) regimento interno do comitê de auditoria; d) normas relativas ao funcionamento do conselho de administração, caso não previstas no estatuto social; e) normas de conduta; e f) atos normativos, resoluções e deliberações relativas aos mercados organizados de valores mobiliários; 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; b) relação atualizada dos participantes; e c) características dos valores mobiliários admitidos à negociação ou à registro; III – informações eventuais e periódicas dos emissores listados de valores mobiliários, assim que recebidas; IV – informações sobre cada negócio realizado ou registrado, incluindo intermediários, preço, quantidade e horário, ao longo das sessões diárias, de forma contínua e pública, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso; V – até o final do dia em que ocorra funcionamento do mercado, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de ajuste e de fechamento, oscilação, bem como as quantidades negociadas ou registradas, o número de negócios e o volume financeiro; VI – anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação, previamente à sua realização; e VII – decisão de suspensão das atividades de participante. (...)

§ 2º A entidade administradora de mercado organizado deve manter disponíveis ao público: I – as informações mencionadas no inciso V por no mínimo 18 (dezoito) meses; e II – as informações mencionadas nos incisos I, VI e VII pelo prazo de 5 (cinco) anos.

<sup>6</sup> § 2º A entidade administradora de mercado organizado deve manter disponíveis ao público: I – as informações mencionadas no inciso V por no mínimo 18 (dezoito) meses; e II – as informações mencionadas nos incisos I, VI e VII pelo prazo de 5 (cinco) anos.

<sup>7</sup> Art. 16. A entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários deve: I – manter registro das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre pelo prazo de 5 (cinco) anos, ou até o encerramento das investigações, quando a CVM houver comunicado sua existência à entidade administradora; Art. 63. A entidade administradora de mercado organizado deve manter, pelo prazo de 5 (cinco) anos, ou até o encerramento das investigações, quando a CVM houver comunicado sua existência à entidade administradora: I – sistema de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas que permitam sua consulta ou reconstituição, ressalvadas, quanto às ofertas, as especificidades dos sistemas de negociação em viva-voz.

15. No entendimento da ANCORD, essa alteração não seria a melhor solução para o mercado, uma vez que os dados pós-negociação – dados referentes aos negócios realizados – são essenciais para a constituição de um mercado transparente e eficiente. Ademais, como se viu acima, tais informações podem ser úteis no âmbito de eventuais processos, de modo que o prazo de dezoito meses parece ser excessivamente exíguo.

16. Nesse sentido, a ANCORD propõe que (i) o art. 38, 2º da Minuta A estabeleça, tal qual o disposto no art. 63, I da ICVM 461, a necessidade de a entidade administradora divulgar e manter armazenadas informações a respeito das ofertas realizadas nos seus ambientes de negociação; e (ii) as informações sobre negócios e ofertas continuem a ser armazenadas pelo prazo de cinco anos, tal qual previsto nos arts. 16, I e 63, I da ICVM 461.

17. As alterações propostas viabilizarão que a publicidade de informações relevantes sobre negócios perdure por um período maior de tempo do que o inicialmente proposto na Minuta A. Sob a perspectiva dos supervisores de mercado, intermediários e investidores, trata-se de mudança positiva que gerará benefícios relacionados à maior transparência de dados e informações. Os custos de tal mudança parecem reduzidos, na medida em que as entidades administradoras de mercado organizado empregam sistemas adequados para armazenamento e divulgação das informações referidas acima e pelo prazo proposto.

d) Competência para Suspensão e Exclusão de Valores Mobiliários (art. 70, caput e §1º)

18. Com relação ao interesse da CVM em receber comentários sobre a competência para a suspensão ou exclusão da negociação de determinado valor mobiliário, a ANCORD manifesta sua concordância com a proposta da Minuta A, que permite que cada entidade administradora de mercado organizado determine o seu próprio sistema para suspensão ou exclusão, conforme disposto no art. 70, caput<sup>8</sup>.

19. As entidades administradoras são as pessoas que reúnem as melhores capacidades, informações e instrumentos para a tomada de decisões adequadas quanto à suspensão ou exclusão de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados por elas administrados.

---

<sup>8</sup> 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: (...).

e) Internalização de Ordens (art. 66)

20. A internalização de ordens é uma expressão que designa transações efetivadas com valores mobiliários em sistemas alternativos de negociação, fora dos ambientes tradicionais de bolsas de valores. A internalização, atualmente vedada pelo art. 59 da ICVM 461<sup>9</sup>, continuará sendo proibida de acordo com a redação do art. 66 da Minuta A<sup>10</sup>. A ANCORD se manifesta favoravelmente à prática da internalização, e, conforme se verá abaixo, entende ser um tema de elevada importância para o desenvolvimento do mercado e se posiciona pela realização de um amplo debate envolvendo representantes do mercado, pois acredita que a manutenção da vedação pode dificultar a obtenção do fim proposto pela reforma refletida na Minuta A.

21. Para contextualizar este posicionamento, temos que as discussões mais relevantes sobre o tema da internalização no Brasil ocorreram em 2007, no âmbito da Audiência Pública CVM SDM nº 06/07 que precedeu a edição da ICVM 461. Na oportunidade, a CVM, reconhecendo que a internalização poderia gerar benefícios<sup>11</sup>, optou por não permiti-la argumentando que a estrutura do mercado de capitais nacional não estaria preparada para tanto. A ANCORD entende que transcorridos 12 anos desde a edição da ICVM 461, as restrições levantadas pela CVM para a proibição da internalização naquela época nos parece não estarem presentes e os intermediários dispõem da tecnologia necessária para prestar esse tipo de serviço aos seus clientes com segurança, eficiência e sem riscos ao funcionamento do mercado ou aos investidores.

22. Além de não existirem restrições operacionais para a adoção da internalização, essa é uma prática que é adotada há anos em mercados de capitais mais desenvolvidos. Nos Estados Unidos, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission* regulou a matéria em 1998 por meio da

---

<sup>9</sup> Art. 59. É vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.

<sup>10</sup> Art. 66. É vedada a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM.

<sup>11</sup> “De tudo o que foi dito acima não decorre que a internalização seja uma opção regulatória negativa, nem que ela não possa vir a ser adotada no futuro (...).” Audiência Pública CVM SDM 06/07. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2007/sdm0607.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html)

Regulation ATS<sup>12</sup>; a União Europeia também permite essa prática observados os limites e condições estabelecidos pela *Markets in Financial Instruments and Amending Regulation*, o MiFIR, e pelo *Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC*, diretiva editada em 2004 (MiFID I)<sup>13</sup> e atualizada em 2018 (MiFID II)<sup>14/15</sup>.

23. Nos mercados em que a internalização foi permitida, já há estudos comprovando os benefícios dessa prática. Na Europa, por exemplo, o *Committee of European Securities Regulators* divulgou estudo demonstrando que, com a regulação da internalização de ordens pelo MiFID, as taxas cobradas dos participantes pelas entidades administradoras de mercado foram reduzidas em até vinte por cento<sup>16</sup>. Nos Estados Unidos, um estudo do CFA Institute ressaltou melhorias no

---

<sup>12</sup> *Regulation ATS (Reg. ATS) was introduced in 1998. It was established to capture multiparticipant non-exchange-trading modalities, including dark pools, ECNs, and broker/dealer systems. Because these entities are not considered to meet the specifications of an exchange, they are not bound by the same requirements as exchanges, such as market surveillance obligations and other self-regulatory responsibilities. (...) The pertinent aspects of Reg. ATS relate to two types of access requirements: order display and execution access, and fair access to ATS services.* - CFA Institute. *Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality*. Outubro de 2012. p. 28. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.ashx>.

<sup>13</sup> *By the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (MiFID) in 2004, exchange trading changed completely. Until then, customers transmitted their orders to a bank and from there it was forwarded to an exchange. With MiFID a legal basis for alternative trading systems was founded. One section was especially far-reaching as well as controversial: internalization. Since MiFID financial service providers did not need to forward their customer's orders to regulated exchange markets, they could legally execute orders outside regulated markets. This could be achieved by using their own internal trading systems or use external alternative trading systems.* *Dark Pools – Advantages and Disadvantages Over Traditional Exchange Markets From a Consumer's Perspective*. Markus Hofmaier. *British Open Journal of Finance & Banking*, vol. 1, nº 1, janeiro de 2019, pp. 1-14. Disponível em: [http://www.borpub.com/British%20Open%20Journal%20of%20Finance%20&%20Banking/BOJFB\\_Vol.%201.%20No.%201.%20January%202019/Dark%20Pools.pdf](http://www.borpub.com/British%20Open%20Journal%20of%20Finance%20&%20Banking/BOJFB_Vol.%201.%20No.%201.%20January%202019/Dark%20Pools.pdf)

<sup>14</sup> O MiFID II define a internalização como um mecanismo por meio do qual uma sociedade de investimento (*investment firm*) ou entidade administradora de mercado (*market operator*), se utilizando de um sistema multilateral de negociação (MTF) ou de um sistema organizado de negociação (OTF) aproxima múltiplas partes comprando e vendendo valores mobiliários e outros instrumentos financeiros fora do ambiente tradicional de bolsa (*regulated market*). Cf. item 17 dos considerando. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

<sup>15</sup> Trecho da regra do *double volume cap*, art. 5º, item 1 (a) e (b) do MiFIR, na versão em português: Art. 5º. 1. A fim de garantir que a utilização das dispensas previstas no artigo 4.o, n.o 1, alínea a) e no artigo 4.o, n.o 1, alínea b), subalínea i), não prejudica indevidamente a formação de preços, a negociação ao abrigo das dispensas é sujeita às seguintes restrições: a) A percentagem de negociação num instrumento financeiro efetuada numa plataforma de negociação no âmbito dessas dispensas é limitada a 4% do volume total da negociação nesse instrumento financeiro em todas as plataformas de negociação da União ao longo dos 12 meses anteriores; b) A negociação global da União num instrumento financeiro efetuada no ao abrigo dessas dispensas é limitada a 8% do volume total da negociação nesse instrumento financeiro em todas as plataformas de negociação da União ao longo dos 12 meses anteriores. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600&from=en>.

<sup>16</sup> *Although regulated markets initiated fee reductions prior to MiFID, competitive pressure from new MTFs charging significantly lower fees has led, and IT developments have permitted, incumbent exchanges to further move in that direction over the last twelve months. Some of them recently offered new "fee packages"*



mercado geradas pela internalização, embora o referido estudo tenha ressalvado que a utilização de sistemas alternativos tenha um nível ótimo<sup>17</sup>.

24. Como se vê, os benefícios da internalização para os investidores podem ser expressivos o aumento da concorrência em decorrência da introdução da internalização aumentará a pressão competitiva, forçando as entidades administradoras de mercado organizado a reduzir os custos e melhorar os serviços. Além desse, outros benefícios são vislumbrados como (i) a melhora da liquidez na negociação de grandes lotes, com a redução dos riscos causados pela volatilidade intradiária; (ii) a redução do número de interrupções nas negociações; (iii) a melhora na visibilidade da liquidez real do mercado; e (iv) a melhora nas condições para a execução de estratégias operacionais.

25. No cenário brasileiro, esses benefícios, especialmente o aumento da concorrência, podem ser incrivelmente positivos tendo em vista que atualmente há uma iniciativa em funcionamento no país e que o fomento à concorrência é um dos principais motivos pelos quais a CVM propôs reformar a ICVM 461.

26. A própria SDM reconheceu em 2007 os benefícios que a internalização de ordens com o subsequente aumento da concorrência entre mercados poderiam gerar no desenvolvimento do mercado de capitais e na prestação de serviços aos investidores. Naquela ocasião, a SDM afirmou que a prática *“incentiva a concorrência, que passa a se dar não apenas entre bolsas, mas também entre elas e os novos sistemas de negociação, bem como entre estes dois e os intermediários que internalizam ordens”* e que o *“advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o*

---

*especially aimed at members with significant trading volume, acknowledging the key role of algorithmic trading in providing liquidity to the market. As an example, NASDAQ OMX Nordic has decreased fees by 20% on average since January 2008 (noting that, depending on the trading patterns of each member, this fee reduction may vary). Other regulated markets (e.g. Euronext) reconsidered their fee structure on the basis of order execution rather than on the number of partial fills to execute a single order. The revised fee structure aims to take into account the significant lowering of hit size at all regulated markets over the past few months.* – Committee of European Securities Regulators, Report. Impact of MiFID on Equity Secondary Markets Functioning. Junho de 2009. p. 10. Disponível em: [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/09\\_355\\_0.pdf?download=1](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/09_355_0.pdf?download=1)

<sup>17</sup> *The results of our analysis show that increases in dark pool activity and internalization are associated with improvements in market quality, but these improvements persist only up to a certain threshold. When a majority of trading occurs in undisplayed venues, the benefits of competition are eroded and market quality will likely deteriorate.* – CFA Institute. Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality. Outubro de 2012. p. 2. Disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.ashx>.

*investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas*<sup>18</sup>.

27. Ainda, o estudo citado no Edital e que foi conduzido pela Oxera Consulting Ltd. em 2012 para avaliar os possíveis custos e benefícios da introdução de concorrência no mercado de serviços de negociação e pós-negociação no Brasil concluiu que *“a entrada de locais alternativos de negociação pode criar pressão competitiva e promover reduções de custo, reduções de preço e melhorias de serviço por parte de bolsas já instaladas no mercado”*<sup>19</sup>. A cobrança de taxas menores dos investidores pelos ambientes alternativos de negociação parece ser uma consequência amplamente aceita por especialistas e investidores<sup>20</sup>.

28. Diante do objetivo declarado da Minuta A de incrementar a concorrência, a internalização de ordens é, no entendimento da ANCORD, uma providência que deve ganhar relevância neste novo ambiente competitivo preparado pela CVM. É posição da ANCORD que, devido à importância já mencionada e com uma elevada complexidade, a autorização para a internalização seja amplamente discutido com os participantes do mercado de capitais e regulamentado em instrução própria. A discussão deverá considerar que o fomento à concorrência também gerará benefícios aos investidores que passarão a ter a alternativa de negociarem ativos de sua propriedade em outros ambientes potencialmente mais baratos e com maior oferta de produtos e serviços.

29. Diante de tudo o que se expôs sobre o tema, a ANCORD sugere a abertura de uma discussão profunda e detalhada, envolvendo os diversos participantes do mercado de forma a produzir elementos de segurança para que a internalização de ordens seja regulamentada em instrução própria. Por guardar relação direta com os temas tratados na presente audiência pública, entendemos que a instrução que venha a regulamentar a internalização deve ter sua redação igualmente submetida à discussão pelo mercado via audiência pública.

---

<sup>18</sup> Edital de Audiência de Audiência Pública CVM Nº 06/2007. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2007/sdm0607.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html), pág. 7.

<sup>19</sup> Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-18062012.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-18062012.pdf), pág. 78.

<sup>20</sup> *Dark pools tend to charge lower fees for trades than do the NASDAQ and the exchanges. Relatedly, dark pool traders' total transaction costs tend to be lower than costs on exchanges in part because within the pools, large orders can be subdivided into smaller orders, potentially enabling simpler and faster execution. In addition, the pools often charge lower per-share fees than do the exchanges.* – Congressional Research Service. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments. Gary Shorter e Rena S. Miller. Setembro de 2014. p. 5. Disponível em: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43739.pdf>

30. No âmbito da referida instrução, entendemos ser oportuno que na discussão se preveja também a possibilidade de constituição e funcionamento de ambientes de liquidação oculta (*dark pools*), bem como que se estabeleça um procedimento simplificado de autorização para a criação de ambientes alternativos de negociação por parte dos intermediários.

31. A permissão à internalização beneficiará intermediários – que poderão instituir seus próprios ambientes de negociação – e os investidores – que passarão a usufruir de um cardápio de serviços e mercados mais variados e mais baratos em virtude das pressões competitivas que passarão a existir.

32. Com o objetivo de compatibilizar a instrução ora discutida em Audiência Pública com a instrução que autorizaria a internalização no Brasil, sugerimos uma alteração na redação do Art. 66 da Minuta A, incluindo nas condições excludentes de proibição de negociação fora de mercado autorizado quando esta ocorrer em sistemas alternativos de negociação, autorizados pela CVM, e mantidos por intermediários.

f) Block Trades (art. 67)

33. Em resposta ao interesse manifestado pela CVM em receber comentários quanto ao texto do art. 67 da Minuta A<sup>21</sup> sobre as regras de negociação de grandes lotes e, em linha com a posição favorável à regulamentação da internalização de ordens manifestada acima, a ANCORD entende que caso a internalização passe a ser permitida, eventual tratamento diferenciado entre a negociação de grandes e pequenos lotes pode tornar-se desnecessário. Em um cenário de concorrência entre sistemas de negociação, o investidor que desejar negociar grandes lotes poderá fazê-lo em ambientes alternativos de negociação onde requisitos de transparência pré-negociação são mais flexíveis.

34. Se, contudo, a internalização permanecer vedada, a proposta do art. 67, §1º da Minuta A de atribuir à entidade autorreguladora competência para determinar a quantidade de valores mobiliários que caracterizará um grande lote não parece adequada. A ANCORD entende que essa atribuição deve ser conferida às entidades administradoras de mercado organizado que deverão

---

<sup>21</sup> Art. 67. São admitidas operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses: (...). § 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, às seguintes condições: I – a quantidade de valores mobiliários envolvida não seja inferior à calculada e divulgada pela entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados nos termos da regulamentação específica; e II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários.

definir o tratamento aos grandes lotes com base nas características específicas do respectivo mercado.

35. Com relação ao critério selecionado para a qualificação de um grande lote, o parâmetro da quantidade parece ser pertinente, embora ele não deva ser exclusivo. A ANCORD ressalta que a qualificação de um grande lote também deve levar em consideração o volume financeiro das transações efetivadas com determinado ativo.

36. Assim, a definição de um grande lote deve ser feita pelas entidades administradoras de mercado organizado. Ademais, o volume financeiro das operações efetivadas também deve ser um critério levado em consideração para a definição do grande lote.

37. Nessa proposta, os intermediários, investidores e entidades administradoras de mercado organizado serão beneficiados com o aumento dos critérios que poderão ser utilizados para a caracterização de grandes lotes, e as entidades administradoras também ganharão maior autonomia para fixar o tratamento a eles conferido. Por outro lado, a entidade autorreguladora não terá o poder de definir, unilateralmente, os requisitos gerais para caracterização dos grandes lotes.

g) Regras de Leilões (arts. 91 a 95)

38. A Minuta A propõe a revogação da ICVM 168, que atualmente dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais em bolsas, os quais passariam a ser regulamentados pelos arts. 91 a 95 da Minuta A.

39. De acordo com a redação do art. 92, IV<sup>22</sup> da minuta, as bolsas devem dispor de regras de negociação que prevejam *“a adoção de procedimentos especiais de negociação de valores mobiliários 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”*.

---

<sup>22</sup> Art. 92. As regras de negociação da bolsa devem: (...) IV – prever a adoção de procedimentos especiais de negociação de valores mobiliários 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.

40. A ANCORD concorda com redação proposta, pois entende que as entidades administradoras de bolsa têm as melhores condições para avaliar e fixar os parâmetros para a adoção de procedimentos especiais aplicáveis aos seus ambientes de negociação.

## **II. Minuta B**

### a) Autorregulação Unificada (arts. 3º, caput e parágrafo único, 8º, II, 24, III e 28, §2º)

41. A Minuta B propõe que as entidades administradoras de mercado organizado e as operadoras de infraestruturas de mercado financeiro com atuação no mercado de valores mobiliários se submetam a uma entidade autorreguladora única que será responsável por exercer as atividades de regulação e supervisão previstas na norma. A minuta altera o atual sistema, que prevê que cada entidade administradora de mercado organizado institua sua própria estrutura de autorregulação<sup>23</sup>.

42. A CVM entende que a autorregulação unificada gerará benefícios para o mercado na medida em que ela reduziria os custos de observância para os participantes do mercado, evitaria a duplicação de estruturas nas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro e mitigaria os riscos de concorrência predatória.

43. Sobre a proposta de implementação de autorregulação unificada, a ANCORD entende que ela pode se mostrar benéfica em um ambiente de competição entre entidades administradoras de mercado organizado. Entretanto, ela acredita não ser a melhor forma como a autorregulação única está sendo proposta na Minuta B.

44. A existência de uma autorregulação unificada deve decorrer de um processo natural e o autorregulador único deveria passar por uma seleção técnica e competitiva, com a participação dos autorregulados.

45. Nesse sentido, a ANCORD vê o momento como não indicado para o modelo proposto na Minuta B de autorregulação unificada. Caso o modelo de autorregulação unificada venha a ser

---

<sup>23</sup> Art. 36 da ICVM 461. 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.

implementado no futuro, tal implementação deve decorrer de movimentos naturais e escolhas competitivas e técnicas realizadas com o a participação do próprio mercado.

46. A proposta da ANCORD de existência de concorrência entre autorreguladores beneficiará intermediários e investidores que passarão a desfrutar de um ambiente competitivo no qual poderão definir a qual entidade autorreguladora ficarão subordinados – a concorrência pode favorecer o aparecimento de entidades autorreguladoras eficientes, modernas e posicionadas de forma favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais.

b) Governança do Autorregulador Único

47. Caso sobrevenha a decisão de instituir um autorregulador único o posicionamento da ANCORD é de aperfeiçoamentos de pontos com relação à estrutura e à governança do autorregulador, único. Um deles, no entanto, chamou especial atenção: apesar de prever que os participantes das entidades administradores de mercado organizado (notadamente os intermediários), seus administradores, funcionários e prepostos estão sujeitos à supervisão do autorregulador unificado<sup>24</sup>. Adicionalmente, a Minuta B não permite que os intermediários se associem ao autorregulador único<sup>25</sup>.

48. Ao estabelecer a sujeição dos intermediários ao autorregulador sem a possibilidade de poderem a ele se associar, a Minuta B subverte a lógica da autorregulação, que pressupõe a efetiva participação dos autorregulados no processo de elaboração e supervisão de normas.

49. Também, no texto da proposta da CVM voltado para a governança dos órgãos da entidade autorreguladora (assembleia geral, conselho de administração e diretoria de autorregulação) não contempla expressamente a participação dos intermediários ou de seus representantes.

---

<sup>24</sup> Art. 8º A entidade autorreguladora deve supervisionar: (...)

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 (...)

<sup>25</sup> Art. 3º De forma a garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados, as entidades administradoras de mercado organizado e as entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro devem, como parte de seu dever de autorregulação, se vincular por associação ou contrato a uma entidade autorreguladora única, por meio da qual serão executadas as atividades de regulação e supervisão previstas nesta Instrução.

Parágrafo único. A entidade autorreguladora referida no caput deve ser constituída sob a forma de associação, à qual poderão se associar apenas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.

50. No que se refere à assembleia geral, a Minuta B prevê que esse órgão do autorregulador único será composto apenas por seus associados, isto é, as entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.

51. Com relação ao conselho de autorregulação, a Minuta B determina, em seu art. 27, I, que o “*conselho de autorregulação deve ser composto apenas por conselheiros independentes*”. O conceito de conselheiro independente é atribuído pelo art. 28, que define a independência negativamente, ou seja, estabelece que conselheiros independentes são aqueles sem vínculos com as pessoas listadas nos seus incisos, incluindo os participantes de entidades associadas ou seus administradores<sup>26</sup>. O §1º do art. 28<sup>27</sup> estabelece os critérios que configuram vínculos, tais como relação empregatícia ou contratual, a participação em órgãos administrativos ou consultivos ou o parentesco, e o §2º equipara à relação empregatícia ou contratual em curso a que se refere o §1º, I, a relação “*existente no prazo de até 1 (um) ano antes da posse como membro do conselho de autorregulação*”<sup>28</sup>.

52. Conforme dispõe o art. 34 da Minuta B<sup>29</sup>, esses mesmos critérios de independência também incidem sobre o diretor de autorregulação.

53. A ANCORD compreende que a intenção de se prever tal regra é mitigar potenciais situações de conflito de interesses. Contudo, na prática, as exigências para a configuração da independência são demasiadamente restritivas e provocam um real afastamento entre a entidade autorreguladora e as pessoas sujeitas à sua supervisão. Se a norma permanecer tal como proposta,

---

<sup>26</sup> Art. 28. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com: I – entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; III – participante de entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; IV – administrador de participante de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; e V – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante de entidade associada ou contratante ou de seus participantes.

<sup>27</sup> Art. 28 (...) §1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no caput: I – a relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes; II – a participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo; III – a participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital total ou do capital votante; ou IV – ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.

<sup>28</sup> Art. 28 (...) §1º, I – a relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes;

<sup>29</sup> Art. 34. Aplicam-se ao diretor de autorregulação os requisitos de independência, os impedimentos e as regras relativas à perda do cargo previstas nos arts. 28, 29 e 31 desta Instrução.

inúmeros profissionais com capacidade e conhecimento necessários para o exercício efetivo da autorregulação serão impedidos de participar dos órgãos do autorregulador.

54. Destaca-se, inclusive, que o modelo proposto pela Minuta B é diferente daquele adotado em outros mercados, como, por exemplo, nos Estados Unidos. Lá, a autorregulação unificada é realizada primordialmente pela *Financial Industry Regulatory Authority*, entidade sem fins lucrativos e desvinculada institucionalmente das bolsas de valores, cuja estrutura de governança estabelece regras de representatividade que garantem que o conselho de administração (*Board of Governors*) da entidade seja composto por diferentes membros, tanto representantes da indústria, quanto por pessoas indicadas pelo público (sem qualquer relação com corretoras ou com outras entidades de autorregulação)<sup>30</sup>. Além disso, o *Board* não conta com membros indicados pelas bolsas.

55. Como já referido acima, a participação dos participantes do mercado é intrínseca ao conceito da autorregulação, e essencial ao seu funcionamento legítimo. A Minuta B deve ser ajustada para prever a possibilidade de participantes das entidades administradoras de mercado organizado – ou seja, intermediários – se associarem ao autorregulador, podendo exercer o direito de voto nas assembleias gerais e indicar seus representantes para compor o conselho de autorregulação. Nessa mesma linha, o critério de independência proposto na Minuta B é demasiadamente restritivo, o que impede que pessoas capacitadas e com grande experiência, vinculadas aos participantes das entidades administradoras de mercado organizado, ocupem cargos

---

<sup>30</sup> Cf Sec. 4 (a) e (b) do Estatuto Social da FINRA: *Composition and Qualifications of the Board*  
Sec. 4. (a) *The Board shall consist of no fewer than 16 nor more than 25 Governors. The number of Public Governors shall exceed the number of Industry Governors. From and after the Transitional Period, the Board of Governors shall consist of (i) the Chief Executive Officer of the Corporation, (ii) a number of Public Governors determined by the Board, (iii) a Floor Member Governor, an Independent Dealer/Insurance Affiliate Governor and an Investment Company Affiliate Governor and (iv) three Small Firm Governors, one Mid-Size Firm Governor and three Large Firm Governors.*  
(b) *As soon as practicable following the annual election of Governors, the Board shall elect from among its members a Chair and such other persons having such titles as it shall deem necessary or advisable, to serve until the next annual election or until their successors are chosen and qualify. The Chair of the Board shall preside over all meetings of the Board, and shall not have any other power or authority except as otherwise expressly provided for herein. The Lead Governor shall preside at all meetings of the Board at which the Chair is not present, and shall have the authority to call, and will lead if the Chair of the Board is recused, executive sessions of the Board. Any other persons elected under this subsection shall have such powers and duties as may be determined from time to time by the Board. Except as otherwise provided herein, the Board, by resolution adopted by a majority of the Governors then in office, (i) after the completion of the Transitional Period, may remove the Chair and any person elected under this subsection from such position at any time and (ii) during the Transitional Period, may remove any person, other than the Chair, elected under this subsection from such position at any time.*



na estrutura do autorregulador.

56. Nesse sentido, a ANCORD entende que a estrutura proposta na Minuta B com relação à autorregulação deve ser reformulada, assegurando-se efetiva participação dos intermediários como associados da entidade autorreguladora, bem como assegure sua representação nos órgãos da entidade autorreguladora.

57. Os intermediários e, conseqüentemente os investidores, serão beneficiados com essa proposta que viabilizará o desenvolvimento de um sistema de autorregulação mais eficiente, mais claro e mais afeto às necessidades do mercado e de seus agentes.

c) Competências do Autorregulador (art. 8º e 10)

58. No Edital, a CVM também solicita aos participantes comentários sobre a pertinência e adequação do rol de atividades atribuídas ao autorregulador único.

59. Atualmente, o art. 36 da ICVM 461 prevê 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*”.

60. Tal dispositivo adequa-se ao previsto no art. 17, §1º da Lei nº 6.385/1976<sup>31</sup>, que estabelece que compete às 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. Convencionou-se denominar tal obrigação de “autorregulação legal”. Nesse sentido, as competências a serem atribuídas ao autorregulador devem se limitar ao escopo previsto na própria legislação do mercado de capitais.

---

<sup>31</sup> Art. 17 (...) §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.

61. A ANCORD entende que a redação do art. 10, §1º da Minuta B, que prevê que “*mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação*”, é demasiadamente aberta. Tal redação pode ensejar diversas interpretações quanto ao que seriam “*outras atividades correlatas às de autorregulação*”, o que pode, potencialmente, resultar em situações de extrapolação das competências do autorregulador único previstas na Lei nº 6.385/1976.

62. Dessa forma a redação do art. 10, §1º da Minuta B deve ser ajustada, excluindo-se a referência à possibilidade de a entidade autorreguladora desempenhar atividades correlatas à autorregulação.

63. Ainda, o art. 8º da Minuta B também parece ter ampliado as competências atribuídas ao autorregulador único. O artigo determina 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.

64. No entanto, de acordo com o disposto no art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976, já referido acima, as entidades administradoras de mercado organizado devem supervisionar apenas os respectivos membros e as operações com valores mobiliários realizadas nos mercados organizados por ela administrados – a fiscalização deve se restringir, portanto, à atuação dos intermediários nos mercados administrados.

65. 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, assim como não tem competência para supervisionar a atuação dos investidores e demais participantes com acesso direto aos mercados organizados. Essas competências apenas poderiam ser exercidas pelo autorregulador no âmbito de uma autorregulação voluntária, condicionada, portanto, à adesão e aceitação voluntária dos autorregulados.

66. As propostas de limitação de competências previstas acima beneficiarão os intermediários e os investidores que passarão a desfrutar de um mercado mais seguro e eficiente.

d) Exclusão da Regra de Aproveitamento de Processos

67. A Minuta B retirou os dispositivos contidos nos §§4º, 5º e 6º do art. 49 da ICVM 461<sup>32</sup>, que trata da possibilidade de aproveitamento, pela CVM, no âmbito do exercício da sua atividade fiscalizadora e sancionadora, das investigações conduzidas e penalidades impostas pelo autorregulador.

68. A exclusão choca-se com o esforço que a CVM tem realizado, ao longo dos últimos anos, para reduzir os custos de observância regulatória entre os participantes do mercado de capitais e aumentar a eficiência da regulação<sup>33</sup>. Além disso, a prática configura uma política regulatória que aumenta a insegurança jurídica, já que os regulados podem, eventualmente, ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos.

69. Assim, a ANCORD entende que a exclusão dos dispositivos acima referidos é prejudicial ao mercado. A ausência dessas regras pode ser interpretada como uma autorização para que a CVM e o autorregulador único fiscalizem, apurem e condenem os participantes do mercado pelos mesmos fatos, gerando, eventualmente, duplicidade da aplicação de penalidades. Um sistema eficiente compreende a atuação do autorregulador focado na elaboração e aplicação das regras da autorregulação e a atuação do regulador focada na elaboração e aplicação das regras da regulação estatal, sem interferências, duplicidades e ineficiências.

70. Nesse sentido, a ANCORD propõe que as normas referidas acima sejam reinseridas na Minuta B, a fim de que haja previsão explícita sobre a possibilidade do aproveitamento, pela CVM, das investigações conduzidas pelo autorregulador e de eventuais penalidades impostas, bem como

---

<sup>32</sup> §4º 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 auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação.

§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela auto-regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

<sup>33</sup> Trata-se do chamado Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória, aprovado em novembro de 2017 pelo Comitê de Governança Estratégica (CGE) da CVM.

que a regra passe a dispor que tal aproveitamento constitui um poder-dever da autarquia.

71. A implementação dessa proposta viabilizará o funcionamento mais eficiente do mercado, em benefício de todos – intermediários, investidores, entidades administradoras de mercado e até mesmo o autorregulador que passará a ter competências melhor definidas.

e) Hipóteses de aplicação do MRP (arts. 38 e 42)

72. A Minuta B também coloca em discussão proposta de mecanismo único de ressarcimento de prejuízos (MRP), a ser administrado pelo autorregulador unificado, ao qual as entidades que venham a ser autorizadas pela CVM a administrar mercado organizado de bolsa passariam a estar vinculadas.

73. Nos termos do art. 77 da ICVM 461<sup>34</sup>, o MRP consiste em um mecanismo que as entidades administradoras de mercado de bolsa devem manter com a finalidade de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos. Em suma, o MRP oferece um rito próprio e simplificado para o investidor obter o ressarcimento de prejuízos que eventualmente venha a sofrer em decorrência de falhas operacionais na atuação dos prestadores de serviços por ele contratados.

74. A ANCORD acredita ser este tema de alta complexidade e merecedor de uma discussão aprofundada e de estudos envolvendo diversos aspectos de sua constituição, gestão e dimensionamento. Para tanto, sugere que o mesmo seja tratado em uma norma própria.

75. No tocante aos aspectos de aplicação dos recursos, limites operacionais e ritos processuais, afeitos ao tema da presente proposta de regulamentação, temos que ao tratar sobre o MRP, a Minuta B replicou o rol de situações que ensejam o ressarcimento, previsto atualmente no art. 77 da ICVM 461. Contudo, a Minuta B prevê uma nova hipótese de ressarcimento, não existente no rol da

---

<sup>34</sup> Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens; II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e VI - encerramento das atividades.

instrução atualmente em vigor, decorrente do descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente – essa hipótese está prevista no art. 38, V<sup>35</sup> da Minuta B.

76. A ANCORD entende que esse dispositivo deve ser excluído, pois admite a responsabilização dos intermediários mesmo nos casos em que operações tenham sido realizadas regularmente e com conhecimento dos clientes – os investidores poderão alegar que as operações realizadas e que resultaram em prejuízos estavam desenquadradas de seu perfil de risco, e que o intermediário simplesmente não poderia ter permitido a efetivação da respectiva operação. Tal previsão amplia demasiadamente a responsabilidade dos intermediários, é desproporcional e exageradamente protetiva ao investidor.

77. Ademais, a verificação do cumprimento do dever de *suitability* pelos intermediários parece escapar do rol de atividades que estão abrangidas pelas competências do autorregulador. As entidades administradoras de mercado organizado devem fiscalizar os membros e as operações com valores mobiliários realizadas nos respectivos mercados administrados. O cumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente trata-se de uma atividade de outra natureza atribuída aos intermediários e que não se relaciona propriamente às operações realizadas nos mercados fiscalizados pelo autorregulador.

78. Além do ponto acima, a ANCORD também considera que a norma proposta no art. 42, §1º da Minuta B deve ser excluída da minuta. Tal artigo prevê 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*”. Na prática, o dispositivo garante ao investidor o direito de pleitear ressarcimento a despeito do seu conhecimento sobre a operação realizada. Na visão da ANCORD, tal norma também é extremamente protetiva e pode estimular um comportamento irresponsável do investidor. Assim, ela deve ser excluída.

f) Limite de Indenização (art. 39)

---

<sup>35</sup> Art. 38. 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 mercados organizados e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, ou de seus administradores, funcionários ou prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou aos serviços de custódia de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses, entre outras: (...) V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente;

79. A CVM manifestou especial interesse em receber comentários acerca da alteração proposta pela Minuta B com relação ao limite de indenização que poderá ser pleiteada no caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial de intermediários pelo Banco Central do Brasil.

80. Atualmente, esta hipótese está prevista no art. 77, V da ICVM 461<sup>36</sup> e ela se mantém na redação do art. 39 da Minuta B<sup>37</sup>. Entretanto, diferentemente da sistemática atualmente prevista, na qual os ressarcimentos advindos da hipótese estão limitados ao valor máximo do ressarcimento do MRP<sup>38</sup>, a Minuta B propõe que, no caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil, os investidores poderão obter ressarcimento considerando o saldo em conta corrente independentemente de sua origem.

81. A ANCORD considera que a alteração proposta deve ser excluída da minuta, uma vez que no Banco Central do Brasil já se encontra em elaboração uma regra que mitiga o risco que a norma aponta ao obrigar a aplicação de todo o saldo em conta corrente em títulos públicos. pois eleva o MRP a uma função que não lhe é própria, qual seja, a de um fundo garantidor – praticamente um segurador integral – capaz de ressarcir integralmente ao investidor os valores depositados na conta corrente do intermediário.

82. Nesse sentido, o art. 38 da Minuta B deve ser alterado para incluir no rol de seus incisos a previsão de ressarcimento de prejuízos por meio de MRP no caso de intervenção e liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil (como prevê atualmente o art. 77, V da ICVM 461), aplicando-se a essa hipótese os mesmos limites de ressarcimento aplicáveis às demais.

---

<sup>36</sup> Art. 77. A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: (...) V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil.

<sup>37</sup> Art. 39. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos também deve assegurar aos investidores o ressarcimento dos recursos depositados em conta corrente no participante em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil, e nas demais hipóteses de liquidação previstas em lei, nos termos do regulamento de que trata o art. 41.

<sup>38</sup> Art. 80 (...) Parágrafo único. O valor máximo proporcionado pelos recursos oriundos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos será de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais) por investidor reclamante em cada ocorrência a que se refere o caput, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores.

83. Com a implementação dessa proposta, os intermediários serão beneficiados pois haverá limites mais claros para essa hipótese de ressarcimento. Por outro lado, os investidores não desfrutarão de uma hipótese mais ampla de ressarcimento.

g) Rito Processual do MRP

84. A ANCORD também considera que determinados aspectos aplicáveis ao rito processual do MRP previstos na Minuta B precisam ser aprimorados.

85. Nesse sentido, o art. 42, §2º da Minuta B propõe que o reclamante poderá, no âmbito de processos de MRP, “*apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias úteis, recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento*”. A minuta não prevê, contudo, a possibilidade de apresentação de recurso equivalente por parte reclamada, de forma que o dispositivo gera um desequilíbrio processual relevante – aspecto esse tão evidente no âmbito dos processos de MRP em curso –, em infração aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal.

86. Assim, a ANCORD propõe que as regras processuais do MRP, especialmente no que se refere às hipóteses de recursos e oportunidades de manifestação das partes sejam aprimoradas, de forma que o direito ao contraditório e ao devido processo legal da reclamada e do reclamante sejam equivalentes. Nessa proposta, o mercado passará a desfrutar de um sistema processual mais equitativo e justo.

h) Patrimônio do MRP

87. A questão da característica e propriedade do patrimônio do MRP representa um dos pontos que demandam uma discussão ampla entre os participantes do mercado e a Minuta B não tratou adequadamente de aspectos relacionados à administração de recursos e ao patrimônio do MRP.

88. Como se sabe, o MRP é produto dos antigos fundos de garantia das bolsas de valores, regulados originalmente pela Resolução CMN 39/66<sup>39</sup>. Nos primórdios, esses fundos foram

---

<sup>39</sup> Art. 45. As Bolsas de Valores manterão um Fundo de Garantia com a finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de seus associados, até o limite do referido Fundo, a reposição de títulos e valores mobiliários negociados em Bolsa e a devolução de diferenças de preços decorrentes de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas para cumprimento em Bolsa, de responsabilidade caracterizada no art. 25, ou Rua Gomes de Carvalho, nº 1629, 13º Andar - CEP 04547-006– São Paulo - SP  
Telefone: (11) 3111-6322 - e-mail: [ancord@ancord.org.br](mailto:ancord@ancord.org.br)  
[www.ancord.org.br](http://www.ancord.org.br)

constituídos a partir (i) das importâncias pagas às bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão por parte dos intermediários; e (ii) das taxas cobradas dos associados das bolsas, equivalente a 1% das corretagens por eles recebidas. O patrimônio do fundo de garantia era segregado do patrimônio da bolsa, destinado apenas à finalidade específica de ressarcimento dos investidores.

89. Com a criação da BSM, o fundo de garantia foi substituído pelo MRP, e os recursos que faziam parte do patrimônio do fundo de garantia tornaram-se patrimônio do MRP.

90. Conforme prevê o atual estatuto social da BSM, ela deve administrar o MRP com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de participantes de mercado na intermediação de operações realizadas no mercado de bolsa<sup>40</sup>. O estatuto prevê ainda que uma das fontes de recursos da BSM é a cobrança de taxas referentes à administração do MRP<sup>41</sup>.

91. No que se refere ao patrimônio do MRP, o art. 41, §1º do estatuto da BSM prevê que “*os bens e direitos integrantes do patrimônio do MRP, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da BSM, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela BSM*”.

92. O MRP constitui um patrimônio segregado na forma de patrimônio de afetação cujos recursos pertencem aos antigos associados da bolsa de valores – os intermediários. Inclusive, há alguns anos, o Conselho de Supervisão da BSM estipulou um valor máximo para o patrimônio do MRP e como o montante depositado no MRP naquele momento superava tal limite, parte desse patrimônio foi devolvida às próprias corretoras<sup>42</sup>.

---

ainda de uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes da venda de títulos e valores mobiliários.

<sup>40</sup> Art. 41 – A BSM administrará o MRP, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de administradores, empregados, operadores e prepostos de Participante, em relação à intermediação de operações com ativos, títulos e valores mobiliários realizadas no mercado de Bolsa administrado pela B3 e aos respectivos serviços de custódia, na forma da regulamentação em vigor.

<sup>41</sup> Art. 7º - A BSM terá orçamento próprio, pessoal especializado e poderá dispor de recursos financeiros decorrentes de suas atividades, oriundos de diversas fontes, dentre elas:

I – contribuições do Associado Mantenedor;

II – taxa referente à administração do MRP, nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM; e

III – taxas relacionadas às atividades de supervisão, fiscalização, auditoria, suporte operacional e administrativo e outros serviços.

<sup>42</sup> Por meio da Resolução nº 1/2011, de 08.08.2011, o Conselho de Supervisão da BSM fixou o patrimônio



93. Por tudo o que se expôs, a ANCORD propõe que seja discutida, entre a CVM e os participantes do mercado, uma forma adequada para a gestão, a propriedade, o compartilhamento, a adequação do volume e a finalidade atuarial dos recursos atualmente gerenciados pela BSM no âmbito do MRP, bem como que sejam definidos os recursos que comporão o MRP após a nova regulação entrar em vigor.

i) Fonte de Financiamento do Autorregulador Único (art. 19, §1º)

94. Por fim, destaca-se que o art. 19, §1º da Minuta B<sup>43</sup> parece permitir que o autorregulador único se financie por meio de recursos oriundos de multas e contrapartidas financeiras decorrentes da atividade sancionadora exercida pelo autorregulador.

95. A ANCORD entende que o autorregulador único deve se financiar a partir das operações de mercado sujeitas à sua supervisão. A desvinculação do financiamento do autorregulador das contrapartidas obtidas em processos por ela instaurados é necessária, pois, caso contrário, os incentivos perversos que seriam criados deturpariam a lógica para que a supervisão cursada pelo autorregulador fosse realizada de forma isenta e imparcial.

96. Assim, a ANCORD sugere que seja retirado o termo “preferencialmente” do §1º do art. 19 da Minuta B, de forma que seja previsto que os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos de compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora sejam destinados, exclusivamente, para a indenização de terceiros lesados pela conduta objeto do processo administrativo disciplinar ou para o custeio das atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora. Além disso, propõe-se a inclusão de novo parágrafo no art. 19 explicitando que o autorregulador não pode se utilizar dos valores obtidos com a aplicação de multas em processos por ela instaurados para se financiar.

---

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.

<sup>43</sup> § 1º Os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos de compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora devem compor seu orçamento e ser destinados, preferencialmente, para a indenização de terceiros lesados pela conduta objeto do processo administrativo disciplinar, sempre que possível a sua identificação e a apuração do montante do prejuízo, ou para o custeio das atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora.

### III. Minuta C

#### a) Regras de best execution (arts. 19, 20 e 30)

97. As regras de *best execution* impõem ao intermediário o dever de sempre buscar a melhor execução possível das ordens emitidas em nome dos seus clientes. Como mencionado acima, as normas de *best execution* podem estar relacionadas a poucos critérios objetivos estabelecidos na regulação (nomeadamente o preço) ou a diversos critérios (como preço, volume, custos, velocidade, probabilidade de execução) e que serão priorizados pelo intermediário no âmbito da execução de determinada ordem. Esse último é o regime em vigor no Brasil nos termos da ICVM 505<sup>44</sup>.

98. A Minuta C não altera esse regime. A proposta para a redação do art. 19 da Minuta C é a seguinte:

*“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*

*§ 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 e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.”*

99. A ANCORD, embora favorável ao regime mais aberto aplicável ao dever de *best execution*, entende que o art. 19 deve prever explicitamente que o intermediário não tem a obrigação de

---

<sup>44</sup> Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. 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.

analisar todos os critérios dispostos na norma para que o seu dever em face dos seus clientes seja cumprido.

100. Assim, a proposta da ANCORD é que a aferição da melhor execução seja feita tendo como base os parâmetros previstos em políticas formuladas pelo próprio intermediário e que deverão levar em consideração os critérios previstos na Minuta C. É com base nesses critérios previstos nas políticas que deverá ser avaliado o atendimento ao dever de *best execution*, sendo certo que tal política deverá ser revista periodicamente pelo intermediário e o cliente terá acesso e conhecerá o seu teor.

101. Essa sugestão está em linha, inclusive, com as diretrizes previstas no MiFID II, que estabelecem que a política de execução de ordens do intermediário deve incluir informações sobre as diferentes plataformas em que o intermediário executa as ordens dos seus clientes, os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação e o modo como as ordens serão executadas. A diretiva também exige que os intermediários obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação às suas políticas de execução de ordens<sup>45</sup>.

102. Caso a proposta acima não seja aceita, o atendimento ao dever de melhor execução pelo intermediário tornar-se-á excessivamente aberto, ensejando análises de caráter casuístico e

---

<sup>45</sup> Art. 18º. Processo de negociação e conclusão de transações num MTF e num OTF. 1. Os Estados-Membros exigem às empresas de investimento e aos operadores de mercado que operam um MTF ou um OTF, para além do cumprimento dos requisitos em matéria de organização estabelecidos no artigo 16.o, que estabeleçam normas e procedimentos transparentes para uma negociação equitativa e ordenada e que adotem critérios objetivos para a execução eficiente das ordens. Os Estados-Membros dispõem de mecanismos destinados a assegurar uma gestão sólida das operações técnicas do sistema, incluindo a instituição de medidas de emergência eficazes para fazer face aos riscos de perturbação do sistema. (...). Artigo 19º. Requisitos específicos aplicáveis aos MTF. 1. Para além das obrigações previstas nos artigos 16.o e 18.o, os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento e os operadores de mercado que operam um MTF estabeleçam e apliquem regras não discricionárias para a execução das ordens no sistema. (...). Artigo 27.º. Obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente (...) 5. A política de execução de ordens deve incluir, no que respeita a cada classe de instrumentos financeiros, informações sobre as diferentes plataformas em que a empresa de investimento executa as ordens dos seus clientes e os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação. Deve incluir, no mínimo, as plataformas de negociação que possibilitam à empresa de investimento obter consistentemente o melhor resultado possível para a execução das ordens dos clientes.

Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento prestem informações adequadas aos seus clientes sobre a sua política de execução de ordens. Essas informações devem explicar claramente, com um pormenor suficiente e de uma forma que seja facilmente compreensível para os clientes, o modo como as ordens irão ser executadas pela empresa de investimento para o seu cliente. Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação a essa política de execução de ordens. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

aumentando a insegurança jurídica. Nesse sistema, os intermediários precisariam implementar mudanças operacionais complexas para assegurar que todos os critérios sejam observados nas transações por eles realizadas em nome dos clientes.

103. A ANCORD também considera que não deve haver qualquer diferenciação regulamentar quanto ao tratamento a ser dado para as ordens de investidores qualificados ou de varejo, posto que o atendimento a tal regra pode gerar dificuldades operacionais aos intermediários. Não obstante, o próprio intermediário terá a liberdade de realizar essa diferenciação no âmbito das suas políticas.

104. Por fim, o art. 19 também deve prever expressamente que o intermediário não poderá ser responsabilizado caso o dever de melhor execução seja descumprido em razão da latência, isto é, o período entre o envio da ordem do cliente pela corretora e a sua confirmação e liquidação. Ou seja, o intermediário não pode ser responsabilizado se a ordem dada por um cliente não tiver sido liquidada nas melhores condições do momento devido a alterações que tenham ocorrido no mercado no período transcorrido até a chegada da ordem aos servidores das entidades administradoras de mercado organizado.

105. Com essas propostas, os intermediários e os próprios investidores passarão a desfrutar de um regime jurídico mais seguro e eficiente.

106. A ANCORD também consigna que redação do novo §2º do art. 30 da ICVM 505 não está clara. A norma prevê que o intermediário não deve considerar, para fins da decisão de que trata o art. 19 (a melhor execução possível da ordem), eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente<sup>46</sup>. A ANCORD sugere que a norma esclareça quais seriam os benefícios auferidos que não poderiam ser considerados pelos intermediários.

107. Por fim, caso as propostas de aprimoramento sugeridas acima não sejam aceitas pela CVM, a opinião da ANCORD é no sentido de que a atual redação da ICVM 505 não deve ser alterada. O sistema vigente – menos objetivo e mais aberto – é adequado. Alterar o arcabouço regulatório para estabelecer um sistema vinculado exclusivamente ao critério do preço (como o da *order protection rule* norte-americana) não é uma providência necessária ou recomendável e, se implementada, ensejará mais custos (incluindo de adaptação dos sistemas) do que benefícios.

---

<sup>46</sup> Art. 19, §2º. O intermediário não deve considerar, para fins da decisão de que trata o art. 19, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente.

108. Exceto pelas mudanças de caráter estrutural, as sugestões de ajustes às Minutas A, B e C referidas ao longo da presente manifestação encontram-se consolidadas na tabela anexa (Anexo I), indicando as redações propostas pela CVM e as respectivas mudanças a serem implementadas.

Sem mais para o momento, subscrevemo-nos.

José David Martins Júnior  
Diretor Geral

### Anexo I – Propostas de alterações às Minutas A, B e C

Artigo	Redação proposta pela CVM	Redação proposta pela Ancord
<b>Minuta A</b>		
<b>Art. 38</b>	<p>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:</p> <p>I – cópia dos seguintes documentos e de suas alterações: estatuto social; b) regras relativas às hipóteses, prazos e efeitos da interposição de recursos ao conselho de administração; c) regimento interno do comitê de auditoria; d) normas relativas ao funcionamento do conselho de administração, caso não previstas no estatuto social; e) normas de conduta; e f) atos normativos, resoluções e deliberações relativas aos mercados organizados de valores mobiliários;</p> <p>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; b) relação atualizada dos participantes; e c) características dos valores mobiliários admitidos à negociação ou à registro;</p> <p>III – informações eventuais e periódicas dos emissores listados de valores mobiliários, assim que recebidas;</p> <p>IV – informações sobre cada negócio realizado ou registrado, incluindo intermediários, preço, quantidade e horário, ao longo das sessões diárias, de forma contínua e pública, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso;</p> <p>V – até o final do dia em que ocorra funcionamento do mercado, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de ajuste e de fechamento, oscilação, bem como as quantidades negociadas ou registradas, o número de negócios e o volume financeiro;</p> <p>VI – anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação, previamente à sua realização; e</p>	<p>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:</p> <p>(...)</p> <p>VIII – informações referentes às ofertas registradas.</p>

	VII – decisão de suspensão das atividades de participante.	
<b>Art. 38, §2º, I</b>	<p>§ 2º A entidade administradora de mercado organizado deve manter disponíveis ao público:</p> <p>I – as informações mencionadas no inciso V por no mínimo 18 (dezoito) meses; e</p> <p>II – as informações mencionadas nos incisos I, VI e VII pelo prazo de 5 (cinco) anos.</p>	<p>§ 2º A entidade administradora de mercado organizado deve manter disponíveis ao público:</p> <p><del>I – as informações mencionadas no inciso V por no mínimo 18 (dezoito) meses; e</del></p> <p>II – as informações mencionadas nos incisos I, V, VI, VII e VIII pelo prazo de 5 (cinco) anos.</p>
<b>Art. 67</b>	<p>Art. 67. São admitidas operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses:</p> <p>(...)</p> <p>§ 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, às seguintes condições:</p> <p>I – a quantidade de valores mobiliários envolvida não seja inferior calculada e divulgada pela entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados nos termos da regulamentação específica; e</p> <p>II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários.</p>	<p>Art. 67. São admitidas operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses:</p> <p>(...)</p> <p>§ 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, às seguintes condições:</p> <p>I – a quantidade de valores mobiliários envolvida <del>ou o volume financeiro dos valores mobiliários transacionados</del> não seja inferior ao calculado e divulgado pela respectiva entidade administradora de mercado organizado <del>entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados nos termos da regulamentação específica;</del> e</p> <p>II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários.</p>
<b>Minuta B</b>		
<b>Art. 8º</b>	<p>Art. 8º. A entidade autorreguladora deve supervisionar:</p> <p>I – as operações realizadas nos mercados organizados e infraestruturas do mercado</p>	<p>Art. 8º. A entidade autorreguladora deve supervisionar:</p> <p>I – as operações realizadas <del>no âmbito dos</del> <del>nos</del> mercados organizados e <del>nas</del></p>

	<p>financeiro;</p> <p>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</p> <p>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.</p>	<p>infraestruturas do mercado financeiro operados pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro a ela associadas;</p> <p><del>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</del></p> <p>-</p> <p><del>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.</del></p> <p>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</p> <p>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.</p>
<p><b>Art. 10</b></p>	<p>Art. 10. Incumbe ainda à entidade autorreguladora:</p> <p>§ 1º Mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação.</p>	<p>Art. 10. Incumbe ainda à entidade autorreguladora:</p> <p><del>§ 1º Mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação.</del></p>
<p><b>Art. 19</b></p>	<p>Art. 19. (...)</p> <p>§ 1º Os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos de</p>	<p>Art. 19. (...)</p> <p>§ 1º Os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos</p>



	<p>compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora não podem ser usados para financiar o funcionamento da entidade, devendo ser destinados, obrigatoriamente, para o custeio das atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora.</p>	<p>de compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora <del>devem compor seu orçamento e ser destinados, preferencialmente, para a indenização de terceiros lesados pela conduta objeto do processo administrativo disciplinar, sempre que possível a sua identificação e a apuração do montante do prejuízo, ou</del> não podem ser usados para financiar o funcionamento da entidade, devendo ser destinados, obrigatoriamente, para o custeio das atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora.</p>
<p><b>Art. 38</b></p>	<p>Art. 38. 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 mercados organizados e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, ou de seus administradores, funcionários ou prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou aos serviços de custódia de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses, entre outras:</p> <p>I – inexecução ou infiel execução de ordens;</p> <p>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;</p> <p>III – entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;</p> <p>IV – inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;</p>	<p>Art. 38. 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 mercados organizados e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, ou de seus administradores, funcionários ou prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou aos serviços de custódia de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses, entre outras:</p> <p>I – inexecução ou infiel execução de ordens;</p> <p>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;</p> <p>III – entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;</p> <p>IV – inautenticidade de endosso em</p>

	<p>V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e</p> <p>VI – encerramento das atividades do participante.</p>	<p>valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;</p> <p><del>V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e</del></p> <p>V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e</p> <p>VI – encerramento das atividades do participante.</p>
<p><b>Art. 39</b></p>	<p>Art. 39. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos também deve assegurar aos investidores o ressarcimento dos recursos depositados em conta corrente no participante em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil, e nas demais hipóteses de liquidação previstas em lei, nos termos do regulamento de que trata o art. 41.</p>	<p><del>Art. 39. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos também deve assegurar aos investidores o ressarcimento dos recursos depositados em conta corrente no participante em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil, e nas demais hipóteses de liquidação previstas em lei, nos termos do regulamento de que trata o art. 41.</del></p>
<p><b>Art. 42</b></p>	<p>Art. 42. A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, contendo, no mínimo: (...)</p> <p>§ 1º. 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.</p> <p>§ 2º. O reclamante pode apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias úteis, recurso à CVM da decisão que tiver deferido ou indeferido o pedido de ressarcimento.</p>	<p>Art. 42. A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, contendo, no mínimo: (...)</p> <p><del>§ 1º. 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.</del></p> <p>§ 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.</p> <p>§ 2º. O regulamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos deverá garantir que o reclamante e a reclamada terão oportunidades</p>

		equivalentes de recursos no âmbito de processos de mecanismo de ressarcimento de prejuízos administrados pela entidade autorreguladora.
<b>Art. 51</b>	<p>Art. 51. A violação das normas cuja fiscalização e supervisão incumba à entidade autorreguladora sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.</p> <p>(...)</p>	<p>Art. 51. A violação das normas cuja fiscalização e supervisão incumba à entidade autorreguladora sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.</p> <p>(...)</p> <p>§ 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.</p> <p>§ 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.</p> <p>§ 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.</p>
<b>Minuta C</b>		
<b>Art. 19, §1º e 2º</b>	<p>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.</p> <p>§ 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</p>	<p>Art. 19. O intermediário deve executar as ordens de acordo com as condições estabelecidas em suas regras, procedimentos e controles internos <del>nas melhores condições que o mercado permita, desde que iguais ou melhores que as indicadas pelo cliente.</del></p> <p>§ 1º Para aferir as melhores</p>

<p>de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.</p> <p>§ 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 e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.</p>	<p>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, <b>na forma das suas regras, procedimentos e controles internos.</b></p> <p><del>§ 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 e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.</del></p> <p>§ 2º As regras, procedimentos e controles internos deverão ser revistos periodicamente pelo intermediário.</p> <p>§3º O intermediário deverá informar seus clientes a respeito das suas regras, políticas e controles internos relativos à execução de ordens, bem como de suas atualizações.</p> <p>§ 4º O intermediário não poderá ser responsabilizado pelo descumprimento aos deveres estabelecidos no presente artigo na hipótese de ocorrência de atraso na liquidação de ordens, desde que a prestação dos serviços tenha sido realizada com a utilização de sistemas, tecnologia e infraestrutura compatíveis com a natureza da atividade realizada.</p>
--	--

