

Rio de Janeiro, 26 de junho de 2020.

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

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

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

Email: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19 – Preparação do arcabouço regulatório dos mercados regulamentados de valores mobiliários para um eventual cenário de concorrência entre ambientes de negociação

Por meio da presente manifestação, a **XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.** (“XP”) submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) suas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19, de 27.12.2019 (“Edital”), que coloca em discussão minutas de Instruções que dispõem sobre (i) o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado, substituindo a Instrução CVM nº 461, de 23.10.2007 (“Instrução CVM 461/07”) (“Minuta A”); (ii) a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários (“Minuta B”); e (iii) o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*), alterando a Instrução CVM nº 505, de 27.09.2011 (“Instrução CVM 505/11”) (“Minuta C” e, em conjunto com a Minuta A e Minuta B, as “Minutas”).

I. INTRODUÇÃO

1. A XP inicia essa manifestação cumprimentando esta Autarquia por sua iniciativa de, por meio da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”), propor mudanças ao arcabouço regulatório aplicável aos mercados regulamentados de valores mobiliários e às entidades administradoras de mercado organizado.

2. Desde a edição da Instrução CVM 461/07, os mercados regulamentados de valores mobiliários, globais e nacionais, têm presenciado transformações radicais. A evolução tecnológica, o aprofundamento da globalização e o aumento da sofisticação dos investidores são alguns fatores que contribuíram para que nos últimos anos, mais do que em qualquer momento anterior na história do capitalismo, o mercado de capitais tenha se tornado palco de constantes revoluções tecnológicas e disruptivas que têm alterado os seus padrões de funcionamento e viabilizado o desenvolvimento constante de novos produtos.

3. Some-se a isso o fato de que o Brasil atravessa um momento importante em sua história. Uma agenda econômica de cunho liberal e reformista vêm sendo implementada pelos Poderes Executivo e Legislativo. Com isso, há o desenvolvimento de políticas públicas que visam, por um lado, prestigiar a capacidade de inovação dos particulares, sua adaptabilidade e eficiência e, de outro, limitar o grau de interferência estatal na economia. A edição da Lei nº 13.874/2019 ("Lei da Liberdade Econômica") é um reflexo dessa tendência.

4. A conjunção desses elementos oferece uma janela especial que não pode ser desperdiçada. A CVM deve aproveitar esse momento que se apresenta para fomentar o debate e efetuar uma revisão ampla da Instrução CVM 461/07. Reconhecendo que a tecnologia avança mais rapidamente do que as leis e que o incentivo ao empreendedorismo e à criatividade dos particulares é um poderoso motor para a criação de valor – aspectos, aliás, agora positivados pela Lei da Liberdade Econômica –, as Minutas não podem representar entrave regulatório ao desenvolvimento dos mercados. Elas devem assegurar a eficiência, a segurança e a hígidez, e, ao mesmo tempo, pavimentar o mercado de capitais nacional para o futuro que se aproxima – um futuro que, definitivamente, será dinâmico, criativo e disruptivo.

5. Por seu pioneirismo e por ter implementado, nos últimos anos, importantes avanços no mercado de capitais do Brasil, a XP entende que é seu dever contribuir com sugestões de aprimoramentos às Minutas.

6. Conforme se verá a seguir, o objetivo das sugestões apresentadas é alterar, especialmente, as disposições propostas nas Minutas que impõem limites regulatórios, que, na nossa visão, são desnecessários à atividade econômica privada. Com isso, a XP espera que o arcabouço regulatório do país passe a estar preparado estruturalmente para se adaptar aos avanços e evoluções presenciados nos últimos

anos, bem como para lidar com as transformações que inevitavelmente continuarão a ocorrer nos anos vindouros.

II. MINUTA A

Arts. 66 e 67: Proibição à internalização de ordens e negociação de grandes lotes

Esclarecimentos gerais

7. A internalização de ordens designa um tipo de sistema alternativo de negociação de valores mobiliários entre compradores e vendedores fora dos ambientes tradicionais de bolsa de valores. Atualmente, essa prática é proibida no Brasil na medida em que o art. 59 da Instrução CVM 461/07 veda a “*negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos (...)*”¹.

8. A internalização não é uma novidade, constituindo uma prática permitida em diversos mercados estrangeiros. No Brasil, o sistema já havia sido discutido no âmbito da audiência pública CVM SDM nº 06/07 que deu origem à Instrução CVM 461/07. No relatório divulgado após a conclusão dessa audiência pública, a CVM reconheceu que a internalização incentivaria a concorrência e poderia acarretar em benefícios ao investidor, mas optou por não permiti-la naquele momento, uma vez que o mercado brasileiro da época não era dotado dos sistemas necessários à adequada prestação desse serviço. Não obstante, a Autarquia não descartou a possibilidade de permitir a internalização no futuro afirmando que “*(...) não decorre que a internalização seja uma opção regulatória negativa, nem que ela não possa vir a ser adotada no futuro*”².

9. Transcorridos mais de 10 anos desde a edição da Instrução CVM 461/07, o Edital não tratou da internalização de ordens, e a Minuta A, ao repetir no art. 66³ o teor do art. 59 da Instrução CVM 461/07, continua proibindo essa prática. A

¹ 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.

² Relatório de Audiência Pública CVM SDM nº 06/07. Disponível em <file:///C:/Users/suporte/Downloads/sdm0607-relatorio.pdf>, pág. 14.

³ 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.

manutenção dessa vedação, no entanto, parece caminhar na direção oposta das tendências do nosso mercado e de outros mercados estrangeiros desenvolvidos.

10. Conforme se verá nos subitens seguintes, os entraves tecnológicos que impediam a internalização e que foram apontados pela CVM em 2007 foram superados, de modo que atualmente o mercado brasileiro possui as condições necessárias para a adequada prestação desse tipo de serviço. Ainda, embora o Edital não tenha tratado sobre a internalização, a própria CVM firmou compromisso, no âmbito da sua agenda regulatória para o ano de 2020, de aprofundar as discussões e estudos a respeito da referida prática. A adoção da internalização de ordens também colocará o mercado de capitais do Brasil no mesmo patamar dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, como o americano e o europeu.

11. Ainda, a internalização de ordens é uma prática que se adequa perfeitamente ao objetivo perseguido pelas Minutas de fomentar a concorrência entre entidades administradoras de mercado organizado e afins, pois, como se sabe, atualmente a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) exerce posição de única entidade administradora de mercado organizado no Brasil.

12. Sobre esse ponto, deve-se abrir um parêntese. Não há dúvida de que a posição ocupada pela B3 se deve muito à competência com que ela presta os serviços aos participantes de mercado. Ao longo dos anos, a B3 tem exercido suas funções com eficiência e sensibilidade, tentando sempre ajustar suas operações, produtos e atividades aos avanços do mercado e aos legítimos pleitos dos intermediários.

13. No entanto, a posição da B3 deve ser mantida pelos méritos próprios e capacidade comprovada dessa entidade administradora. A internalização, portanto, não comprometeria a posição da B3 que, em eventual cenário onde essa prática passe a ser permitida, teria todas condições técnicas e operacionais de continuar figurando como entidade administradora líder do mercado brasileiro, como ocorre nos mercados estrangeiros onde a internalização é permitida.

14. No que se refere à CVM, nossa sugestão é que seja mantido o esforço desenvolvido nos últimos anos para fomentar a expansão e o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro. A edição da Lei da Liberdade Econômica foi um grande passo nesse sentido, mas é importante que a Autarquia dê exequibilidade às normas previstas na lei mediante desenvolvimento de mecanismos que incentivem os negócios, a abertura de mercados e o empreendedorismo. Nesse sentido, será explicado nos subitens a seguir que, no contexto da reforma da Instrução CVM

461/07, a CVM deve considerar alterar o art. 66 da Minuta A, de modo a permitir a prática de internalização de ordens.

Inaplicabilidade dos argumentos utilizados pela CVM no relatório da audiência pública SDM 06/07

15. Desde 2007, quando a CVM analisou pela última vez o tema relativo à internalização de ordens no âmbito da audiência pública SDM nº 06/07, o mercado se aprimorou e evoluiu sobremaneira, de forma que hoje os entraves que impediam essa prática já não existem mais.

16. Um dos empecilhos apontados pela CVM à internalização de ordens em 2007 era a existência de "*poucos intermediários de escala suficiente para prestar esse tipo de serviço (...)*"⁴. Atualmente, contudo, tanto a XP quanto outros intermediários possuem estrutura e sistemas adequados para prestar esse serviço aos clientes.

17. Aliás, nesse tema deve-se abrir um parêntese para fazer referência às operações do tipo *retail liquidity provider* cursadas na bolsa de valores ("RLP") e que, recentemente, passaram a ser permitidas pelos órgãos reguladores. O RLP é um tipo de oferta que funciona exclusivamente dentro do sistema denominado *PUMA Trading System* e que pode ser agredida por ofertas de clientes de varejo do mesmo intermediário; nessa oferta, o intermediário indica a quantidade de compra e/ou de venda e o seu preço é contínua e automaticamente ajustado pelo *PUMA Trading System* para o melhor preço de compra ou de venda.

18. No Brasil, o RLP é uma derivação da prática conhecida como *client facilitation*. Por meio desse sistema, o intermediário é capaz de fechar negócios entre seus clientes antes de liquida-los na bolsa de valores. Inicialmente, o *facilitation* não era objeto de regulação específica no Brasil; no entanto, em reconhecimento aos benefícios gerados ao mercado por meio dessa prática, a realização de operações via RLP foi expressamente autorizada pelo Colegiado da CVM, por um período experimental de 12 meses, em reuniões realizadas em 21.05.2019 e 28.05.2019 e consolidadas no Ofício Circular nº 019/2019-VOP expedido pela B3 em 10.06.2019 e em vigor desde 05.08.2019.

⁴ Relatório de Audiência Pública CVM SDM nº 06/07. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html, pág. 14.

19. A principal diferença entre o *facilitation* e a internalização de ordens é que no primeiro a liquidação das operações é realizada, necessariamente, na bolsa de valores, enquanto no segundo a liquidação ocorre no âmbito de sistema interno do próprio intermediário. As ofertas RLP mostraram-se positivas ao mercado, incrementando a liquidez dos ativos e aprimorando o processo de formação de preços. Os benefícios advindos da prática do RLP servem como sinalização bastante positiva no sentido de que a proibição à internalização já não mais se justifica e que ela também poderá gerar benefícios igualmente significativos.

20. Ainda, à época da edição da Instrução CVM 461/07, a CVM também justificou a proibição da internalização tendo em vista a ausência de “*mecanismos que centralizem e consolidem as informações relativas às ofertas inseridas e os negócios realizados nos diferentes mercados de valores mobiliários*”⁵. O cenário atual é completamente diferente do de 2007, quando muitos mercados ainda operavam sob o regime do pregão viva voz – atualmente, a centralização e consolidação de dados e informações nos mercados eletrônicos é plenamente viável, existindo, inclusive, sistemas específicos para tanto (como o *Application Programming Interface*)⁶.

21. Outro fator apontado em 2007 como um impedimento à internalização de ordens no Brasil era a ausência de disciplina referente ao dever de *best execution* aplicável aos intermediários. Em 2011, contudo, a Instrução CVM 505/11 passou a regular expressamente a matéria e estabeleceu que os intermediários devem obter as “*melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes*”⁷, levando em conta critérios como preço, custo, rapidez, volume e probabilidade de execução e liquidação.

22. Por todos esses motivos, a própria agenda da Autarquia para o ano de 2020 contempla expressamente a realização de estudos a respeito da internalização, sinalizando ao mercado que essa prática será objeto de regulamentação no curto prazo⁸. Nesse contexto, parece oportuno que a CVM aproveite essa oportunidade, em que temas conexos à internalização estão sendo discutidos, para regular e permitir essa atividade.

⁵ Relatório de Audiência Pública CVM SDM nº 06/07. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html, pág. 14.

⁶ API é uma forma de integrar e conectar informações disponibilizadas em diferentes sistemas *online*, permitindo a troca de informações entre aplicações com linguagens diferentes. Por meio dos APIs, os aplicativos podem se comunicar uns com os outros sem conhecimento ou intervenção dos usuários.

⁷ Art. 20, I da atual Instrução CVM 505/2011.

⁸ Agenda da CVM disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20200106-1.html>

23. De mais a mais, se as Minutas forem promulgadas de acordo com a redação que lhes foi atribuída no Edital – isto é, com a proibição da internalização –, em pouco tempo elas possivelmente precisarão ser estruturalmente ajustadas para passarem a refletir as mudanças decorrentes da eventual permissão que será conferida à prática da internalização.

24. Os antigos argumentos levantados pela CVM em 2007 para proibir a internalização de ordens parecem estar superados e os participantes do mercado, ao que tudo indica, mostram-se preparados para prestar esse tipo de serviço aos clientes. Além de viável internamente, a internalização de ordens é uma prática adotada há anos em outros países, de modo que sua permissão no Brasil apenas faria com que nosso país se alinhasse às regulações adotadas pelos países mais desenvolvidos. É o que se demonstrará no subitem seguinte.

A regulação da internalização de ordens nos Estados Unidos e na Europa

25. Permitir a internalização de ordens também não seria uma medida heterodoxa ou disruptiva da CVM, **já que nos dois maiores mercados de capitais do mundo, o americano e o europeu, essa prática é adotada com sucesso e regulamentada há muitos anos.**

26. Na União Europeia, a internalização é autorizada pela *Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC*, diretiva editada em 2004 (MiFID I)⁹ e atualizada em 2018 (MiFID II). 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)¹⁰ ou de um sistema organizado de negociação (OTF)¹¹, aproxima múltiplas partes comprando e vendendo valores mobiliários e

⁹ *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*

¹⁰ Multilateral Trading Facility. De acordo com o art. 4º, item 22 da MiFID II, podem ser negociados por meio dos MTFs quaisquer Instrumentos Financeiros (conforme definição da MiFID II), aí incluídos valores mobiliários, títulos do Tesouro e certificados de depósito.

¹¹ Organized Trading Facility. De acordo com o art. 4º, item 23 da MiFID II, podem ser negociados por meio dos OTFs quaisquer obrigações, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão e derivativos.

outros instrumentos financeiros fora do ambiente tradicional de bolsa (*regulated market*)¹².

27. Paralelamente, em 2014, a União Europeia também editou a diretiva *Markets in Financial Instruments and Amending Regulation*, o MiFIR, regulamento acessório ao MiFID II, que estabeleceu limites relacionados ao volume de ativos que podem ser negociados mediante a internalização de ordens (*double volume cap*). Segundo a regra do *double volume cap*, há dois limites para negociações nos referidos ambientes: (i) a negociação de um instrumento financeiro efetuada em um único ambiente que realiza a internalização deve ser limitada, neste ambiente, a 4% do volume total da negociação desse instrumento financeiro ao longo dos 12 meses anteriores, em todos os ambientes localizados na União Europeia em que ocorrem internalizações de ordens; e (ii) a negociação global dentro da União Europeia de um instrumento financeiro efetuada em ambientes que realizam a internalização de ordens deve ser limitada a 8% do volume total da negociação desse instrumento financeiro em todos os ambientes semelhantes do bloco europeu ao longo dos 12 meses anteriores¹³.

28. Nos Estados Unidos, o tema é regulado pela Regulation ATS da *Securities and Exchange Commission* desde 1998¹⁴. Segundo a Regulation ATS, a internalização é um sistema que reúne compradores e vendedores de valores mobiliários e que desempenha, com relação a esses valores mobiliários, funções ordinariamente desempenhadas por uma bolsa de valores¹⁵.

¹² Cf. item 17 dos considerando. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

¹³ 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>.

¹⁴ *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>.

¹⁵ Cf. 17 CFR, §242.300. *Definitions: For purposes of this section, the following definitions shall apply:*
(a) *Alternative trading system means any organization, association, person, group of persons, or system:*
(1) *That constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange within the meaning of § 240.3b-16 of this chapter; and*
(2) *That does not:*

29. Ao contrário da União Europeia, nos Estados Unidos não há limites para a negociação mediante a internalização de ordens, embora a Regulation ATS tenha sido alterada em 2018, passando a estabelecer regras que obrigam esses sistemas e os *alternative trading systems* (ATS)¹⁶ a operarem com maior transparência^{17/18}.

30. Nessas jurisdições, diversos estudos comprovam que a internalização de ordens trouxe benefícios aos mercados de capitais, propiciando seu desenvolvimento e aumento de competição.

31. Em julho de 2017, por exemplo, o Banco Central Europeu publicou artigo no qual afirmou que as reformas do MiFID levaram ao aumento da competição entre sistemas de negociação de valores mobiliários¹⁹. No mesmo sentido, o *Committee of*

(i) Set rules governing the conduct of subscribers other than the conduct of such subscribers' trading on such organization, association, person, group of persons, or system; or
(ii) Discipline subscribers other than by exclusion from trading.

¹⁶ *Alternative trading systems (ATSs) can be subdivided into electronic communication networks (ECNs) and dark pools. ATSs broadly are broker-dealer firms that match the orders of multiple buyers and sellers according to established, non-discretionary methods. They have been around since the late 1960s and grew in popularity in the mid-1990s as technological developments made it easier for broker-dealers to match buy and sell orders. Their growth also benefitted from the SEC's 1998 adoption of a new regulatory framework, Regulation ATS (Reg ATS). Reg ATS sought to reduce barriers to entry for such systems while also promoting competition and innovation and regulating the exchange functions that they performed. – Congressional Research Service. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments. Gary Shorter e Rena S. Miller. Setembro de 2014. p. 1. Disponível em: <https://fas.org/sqp/crs/misc/R43739.pdf>*

¹⁷ Segundo o artigo publicado pelo Banco Central Europeu, em julho de 2017, a respeito das propostas de alteração da Regulation ATS, *rules proposed (...) would require dark pools to disclose detailed information on matching and trading procedures, including the type of market data used, order handling and trading execution processes, and an special priorities for various participants.* Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2018/34-83663.pdf>, p. 21.

¹⁸ Cf. 17 CFR, § 242.301. *Requirements for alternative trading systems. (3) Order display and execution access. (i) An alternative trading system shall comply with the requirements set forth in paragraph (b)(3)(ii) of this section, with respect to any NMS stock in which the alternative trading system: (A) Displays subscriber orders to any person (other than alternative trading system employees); and (B) During at least 4 of the preceding 6 calendar months, had an average daily trading volume of 5 percent or more of the aggregate average daily share volume for such NMS stock as reported by an effective transaction reporting plan.*

(ii) Such alternative trading system shall provide to a national securities exchange or national securities association the prices and sizes of the orders at the highest buy price and the lowest sell price for such NMS stock, displayed to more than one person in the alternative trading system, for inclusion in the quotation data made available by the national securities exchange or national securities association to vendors pursuant to § 242.602.

(iii) With respect to any order displayed pursuant to paragraph (b)(3)(ii) of this section, an alternative trading system shall provide to any broker-dealer that has access to the national securities exchange or national securities association to which the alternative trading system provides the prices and sizes of displayed orders pursuant to paragraph (b)(3)(ii) of this section, the ability to effect a transaction with such orders that is:

(A) Equivalent to the ability of such broker-dealer to effect a transaction with other orders displayed on the exchange or by the association; and

(B) At the price of the highest priced buy order or lowest priced sell order displayed for the lesser of the cumulative size of such priced orders entered therein at such price, or the size of the execution sought by such broker-dealer.

¹⁹ *The reforms in MiFID liberalized the market for equity trading venues and led to the registration of many new such venues in Europe, increasing competition. Prior to MiFID, most venue-based equity trading in Europe was conducted on large national exchanges (such as the London Stock Exchange or Deutsche Börse's Xetra); these exchanges, which were also the primary listing venue for the stocks, acted as*

European Securities Regulators concluiu que a regulação da internalização de ordens pelo MiFID ensejou a redução de taxas cobradas dos participantes em razão do aumento na concorrência²⁰.

32. No que se refere ao mercado americano, estudo realizado pelo *CFA Institute* em 2014 demonstrou que a internalização de ordens gerava melhorias no mercado; não obstante, o estudo reconheceu que a utilização desses sistemas alternativos de negociação teria um nível ótimo acima do qual a qualidade do mercado poderia começar a diminuir²¹.

33. Isso tudo demonstra que a internalização de ordens é uma realidade presente há anos nos mercados mais desenvolvidos do mundo, sendo regulamentada há mais de duas décadas nos Estados Unidos e há 16 anos na União Europeia. A concorrência entre ambientes de negociação gerou inúmeros benefícios ao desenvolvimento desses mercados estrangeiros e aos investidores que passaram a usufruir de um cardápio mais amplo e mais barato de serviços de maior qualidade.

34. Ante o exposto, nos parece fazer sentido que o mercado de capitais brasileiro, já muito mais maduro do que aquele existente há 13 anos, trilhe esse mesmo virtuoso caminho, fortalecendo a competição e trazendo benefícios ao público investidor.

nearmonopolies in each country. The Investment Services Directive, which preceded MiFID, permitted countries to use a "concentration rule" where all equity trading had to be executed on a national stock market, giving primary exchanges a dominant role. However, MiFID eliminated the use of the concentration rule, meaning that primary exchanges could face competition from other venues across all Member States. This reduced the costs of entry for new venues, as they could now compete for volumes across a broader set of instruments (from a larger set of countries). – European Central Bank, Occasional Paper Series. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications. Monica Petrescu, Michael Wedow. Julho 2017. p. 12. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op193.en.pdf>.

²⁰ *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" 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

²¹ *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>.

A manutenção da vedação à internalização de ordens no contexto da Lei da
Liberdade Econômica

35. Foi com o intuito de alterar a cultura estatal intervencionista e refratária à realização de investimentos privados que, no final de 2019, foi editada a Lei da Liberdade Econômica. Por meio dela, objetivou-se formalizar princípios para desburocratizar o ambiente de negócios, aumentar a segurança jurídica e diminuir os entraves ao desenvolvimento econômico do país.

36. O objetivo de implementar uma política econômica liberal e disruptiva fica claro a partir da leitura do seguinte trecho da exposição de motivos da MP nº 881/2019, medida provisória que posteriormente veio a ser convertida na Lei da Liberdade Econômica:

"3. Existe a percepção de que no Brasil ainda prevalece o pressuposto de que as atividades econômicas devam ser exercidas somente se presente expressa permissão do Estado, fazendo com que o empresário brasileiro, em contraposição ao resto do mundo desenvolvido e emergente, não se sinta seguro para produzir, gerar emprego e renda. Como resultado, o Brasil figura em 150º posição no ranking de Liberdade Econômica da Heritage Foundation/Wall Street Journal, 144º posição no ranking de Liberdade Econômica do Fraser Institute, e 123º posição no ranking de Liberdade Econômica e Pessoal do CatoInstitute.

(...)

5. Após a análise de dezenas de estudos empíricos, todos devidamente especificados nas Notas Técnicas, incluindo os dedicados à América Latina, conclui-se que a liberdade econômica é cientificamente um fator necessário e preponderante para o desenvolvimento e crescimento econômico de um país (...)".

37. A Lei da Liberdade Econômica não estabelece, contudo, apenas princípios abstratos para assegurar o exercício das atividades econômicas pelos particulares; ela também tem o mérito de conter regras que visam conferir efetividade a esses princípios e que impedem, concretamente, o cerceamento da liberdade econômica por parte da Administração Pública e o abuso de poder regulatório²².

²² Art. 4º. É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente: I - criar reserva de mercado ao favorecer, na regulação, grupo econômico, ou profissional, em prejuízo dos demais concorrentes; II - redigir enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado; III - exigir especificação técnica que não seja necessária para atingir o fim desejado; IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco; V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios; VI - criar demanda artificial ou compulsória de produto, serviço ou atividade profissional, inclusive de uso

38. Por este motivo, a XP entende que a permissão à internalização daria concretude aos princípios e regras previstos na Lei da Liberdade Econômica, fomentando a concorrência, afastando potenciais reservas de mercado, encerrando entraves regulatórios e, por fim, modernizando um arcabouço regulatório que, com o passar dos anos, se tornou ultrapassado.

39. Assim, uma vez que a CVM propôs, por sua própria iniciativa, alterar a Instrução CVM 461/07 de modo a ajustar o arcabouço regulatório aplicável aos mercados de valores mobiliários, a XP entende que ela deve incluir, no âmbito dessa reforma, previsão permitindo a internalização, de modo a conferir a necessária exequibilidade ao previsto na Lei da Liberdade Econômica.

Negociação de grandes lotes

40. A redação proposta no art. 67 admite a realização de operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses: (i) nos mercados organizados de bolsa ou balcão, em segmentos de negociação específicos para este fim ou por meio da adoção de procedimentos especiais de negociação; e (ii) nos mercados de balcão organizado, por meio de registro de operações previamente realizadas.

41. Ao contrário do que foi divulgado em alguns veículos de imprensa²³, o dispositivo acima não permite a internalização de ordens, já que prevê, expressamente, que operações envolvendo grandes lotes devem ser realizadas em mercados organizados de bolsa ou balcão. O que o dispositivo proposto faz é permitir que operações com grandes lotes de ações sejam realizadas simultaneamente em mercados de bolsa e balcão organizado – o que é atualmente vedado pela regulamentação²⁴. Além disso, o artigo permite que as referidas negociações sejam realizadas sem que lhes seja conferida a transparência prévia exigida nos sistemas tradicionais de negociação.

de cartórios, registros ou cadastros; VII - introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas; VIII - restringir o uso e o exercício da publicidade e propaganda sobre um setor econômico, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei federal; e IX - exigir, sob o pretexto de inscrição tributária, requerimentos de outra natureza de maneira a mitigar os efeitos do inciso I do caput do art. 3º desta Lei.

²³ Conforme reportagem publicada pelo site Jota, em 11.01.2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/novo-mercado-secundario-pontos-de-destaque-da-reforma-da-icvm-461-2007-11012020>

²⁴ Art. 57, §3º, da Instrução CVM 461/07: [é] vedada a negociação simultânea de ações em mercados de bolsa e de balcão organizado, sendo facultada sua negociação em mais de uma bolsa ou em mais de um mercado de balcão organizado.

42. A realidade é que a diferenciação entre operações com grandes ou pequenos lotes não fará mais sentido caso o arcabouço regulatório seja alterado e passe a permitir a internalização de ordens. Nesse caso, quem quiser operar grandes lotes e evitar prejuízos em decorrência de movimentações nos preços dos ativos poderá fazê-lo diretamente nos ambientes que possuem sistemas de internalização de ordens, onde poderá haver requisitos de transparência prévia menos rigorosos do que aqueles impostos no âmbito dos ambientes de bolsas tradicionais.

43. Sobre esse ponto, é preciso abrir um parêntese final para ressaltar que não parece adequado atribuir à entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados a competência para determinar a quantidade de valores mobiliários que caracterizará um grande lote, conforme preceitua o art. 67, §1º, da Minuta A. Se a internalização for permitida, eventuais restrições deverão ser fixadas pelas próprias entidades administradoras de mercados organizados impondo limites tanto em face da quantidade de valores mobiliários envolvida, conforme previsto na Minuta A, como também em face do volume de transações efetivadas com tal ativo.

Proposta da XP

44. Conforme exposto acima, demonstrou-se que a internalização de ordens é uma prática que tem condições de ser implemetada, na linha do que já ocorre há anos em mercados de capitais mais desenvolvidos; a abolição da vedação à internalização geraria benefícios estruturais significativos como o aumento da concorrência e a possível redução dos preços cobrados dos investidores.

45. Nesse sentido, sugere-se que a CVM repense o modelo de regulação proposto na Minuta A. A XP reconhece que o tema tratado nessa seção é complexo e que ele precisa ser debatido pelo regulador e pelos participantes do mercado. Por essa razão, a sua proposta é no sentido de que a internalização de ordens seja regulamentada em instrução própria, cuja redação deverá ser submetida aos participantes do mercado por meio de audiência pública. As atuais Minutas A e C deverão ser ajustadas assumindo-se que a internalização de ordens passará a ser permitida e elas só deverão ser publicadas em conjunto com a nova instrução que regulamentará essa prática.

46. No que se refere à negociação de grandes lotes, a XP entende que a existência de um tratamento diferenciado pode não fazer sentido em um ambiente no qual a internalização seja permitida. Não obstante, ela propõe, também, que caso o regime

proposto na Minuta A seja mantido, a redação do dispositivo seja alterada a fim de prever que a definição de um grande lote seja atribuída a cada entidade administradora de mercado organizado e que tal definição não se baseie apenas na quantidade de valores mobiliários como também no volume transacionado.

III. MINUTA B

Arts. 3º, caput e parágrafo único, 8º, II, 24, III e 28, §2º: imposição de autorregulador único e sua governança

Esclarecimentos gerais

47. Atualmente, a Instrução CVM 461/07 exige que cada entidade administradora de mercado organizado institua sua própria estrutura de autorregulação²⁵. A Minuta B propõe alterar o sistema em vigor passando-se a atribuir a uma única entidade competência pela autorregulação e supervisão de todas as entidades administradoras de mercado organizado e operadores de infraestrutura do mercado financeiro. Segundo a CVM, em um ambiente de concorrência entre bolsas, a existência de autorregulador único poderá otimizar o funcionamento dos mercados, reduzir os custos de observância das normas pelos participantes, evitar a duplicação de estruturas e viabilizar a harmonização de regras e procedimentos.

48. Ciente dos potenciais benefícios que poderiam ser gerados no contexto de autorregulação única, a XP entende que a autorregulação unificada em um ambiente de competição entre bolsas não é, por si só, prejudicial. Mas a autorregulação unificada deveria ser implementada de forma orgânica, como consequência da iniciativa dos próprios participantes de mercado, com a atribuição voluntária da função de autorregulador único ao ente que entenderem ser o melhor preparado e capacitado para exercer a supervisão dos mercados.

49. Conforme será exposto nos subitens seguintes, o modelo proposto pela Minuta B parece se afastar de uma autorregulação de fato, mais se aproximando de uma imposição, dirigida aos participantes do mercado, de submeterem-se a um regulador privado.

²⁵ Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados 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.

50. Ademais, determinadas regras dispostas na Minuta B relacionadas à governança do autorregulador único também são passíveis de melhorias e, em certa medida, conferem à autorregulação única uma natureza mais impositiva, ao promoverem o afastamento dos operadores dos mercados organizados das atividades de supervisão e fiscalização.

51. Todos esses aspectos são potencializados quando se constata que, na eventualidade de o modelo proposto na Minuta B ser efetivamente implementado, o papel de autorregulador único legal provavelmente será exercido pela BSM – Supervisão de Mercado (“BSM”), única entidade autorreguladora em atividade e, portanto, única instituição capaz de prestar os serviços elencados na referida minuta.

52. Diante desse contexto, a imposição de um autorregulador unificado pode também ensejar críticas quanto à adequação da estrutura regulatória proposta à Lei da Liberdade Econômica.

Autorregulação e regulação privada

53. Antes de explicar cada um dos pontos introduzidos no subitem acima, é preciso dar um passo para trás e explicar, brevemente, o contexto em que se insere o atual modelo nacional de autorregulação dos mercados regulamentados de valores mobiliários.

54. Como se sabe, no passado as bolsas de valores eram organizadas sob a forma de associações civis. Seus membros eram os intermediários que, nessa qualidade, estavam autorizados a operar nos ambientes de negociação.

55. Nesse cenário, a autorregulação dos mercados regulamentados era exercida diretamente pelos intermediários. Luiz Felipe Amaral Calabró explica que *“as regras das Bolsas eram criadas pelos próprios regulados, uma vez que a maioria dessas regras, salvo aquelas relativas aos emissores dos ativos admitidos a negociação, eram destinadas e aplicadas aos próprios corretores”*²⁶. As penalidades também eram aplicadas pelo conselho de administração da bolsa, órgão que era integrado por indivíduos indicados pelos corretores. Assim, *“eram os próprios corretores, integrantes do Conselho de Administração da Bolsa, que deveriam punir seus pares em caso de infração às regras de mercado”*²⁷. O que existia era uma autorregulação

²⁶ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-plateia. São Paulo, 2011. p. 85.

²⁷ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-plateia. São Paulo, 2011. p. 85.

de direito e de fato – o próprio autorregulado elaborava a regra e fiscalizava o seu cumprimento.

56. Com o fenômeno da desmutualização ocorrido a partir de 2007, as bolsas foram transformadas e passaram a se organizar sob a forma de sociedades e, posteriormente, listar as ações de sua própria emissão em seus ambientes de negociação²⁸. Esse fenômeno alterou o desenho de autorregulação existente até então, e a Instrução CVM 461/07 determinou que as bolsas deveriam instituir departamento de autorregulação próprio, constituir associação ou sociedade de propósito específico ou, ainda, contratar terceiro independente para exercer as funções de fiscalização e supervisão²⁹.

57. Seguindo as diretrizes fixadas pela Instrução CVM 461/07, a B3 (à época, ainda denominada BM&FBovespa), constituiu a BSM, entidade associativa organizada para exercer as atividades de autorregulação dos mercados administrados pela bolsa. A CETIP, por sua vez, optou por criar seu próprio departamento de autorregulação. Atualmente, após a fusão da BM&FBovespa e da CETIP e a criação da B3, essa última passou a ser virtualmente a única entidade administradora de mercado organizado em funcionamento no Brasil, e a BSM, conseqüentemente, tornou-se a única entidade autorreguladora de fato dos mercados de bolsa e balcão. Nos termos do estatuto social da BSM, aprovado na assembleia geral de 03.07.2017, a B3 e o Banco B3 S.A., uma subsidiária integral da própria bolsa, são os únicos associados da BSM.

58. Por conta do regime jurídico instituído pela Instrução CVM 461/07, a autorregulação deixou de ser realizada pelos participantes de mercado. O que ocorreu foi o afastamento dos intermediários da autorregulação, que se tornou, na prática, uma regulação privada efetivada por terceiros – no caso, as entidades vinculadas às administradoras de mercado organizado³⁰.

²⁸ Como destaca Nelson Eizirik, “tanto a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), quanto a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) promoveram, no segundo semestre de 2007, as reformas societárias que culminaram com a sua “transformação” em sociedades anônimas e a posterior abertura de capital com a realização das respectivas ofertas públicas iniciais (IPO’s).” - EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 200.

²⁹ Art. 36. (...) §3º A entidade administradora do mercado organizado pode constituir associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico, que exerça as funções de fiscalização e supervisão de que trata este artigo, ou, ainda, contratar terceiro independente para exercer tais funções.

³⁰ Nesse sentido, confira-se as constatações do Banco Mundial:

Is an exchange still an SRO after ownership is separated from trading participation? If members no longer significantly influence an exchange’s governance and regulatory policy, the “self” is removed from self-regulation. The concept of self-regulation means that regulated persons have a significant degree of influence over the rules, policies, and operations of the SRO. But members or participants may or may not be shareholders in a demutualized exchange. If members’ ownership position is small, their representation

59. Autorregulação e regulação privada são conceitos inteiramente distintos. Na autorregulação, os próprios autorregulados elaboram as regras que regerão suas atividades e fiscalizam o seu cumprimento. Por outro lado, na regulação privada, os regulados não participam da elaboração ou fiscalização das normas – a regulação é realizada exclusivamente por um terceiro.

60. Embora denominada de autorregulação, o modelo proposto pela Minuta B mais se aproxima de uma regulação privada dos participantes de mercado, que ficará a cargo exclusivo do autorregulador único vinculado às entidades administradoras de mercado organizado – não há, no modelo em questão, qualquer participação dos intermediários.

61. Conforme será abordado em maiores detalhes abaixo, a proposta constante da Minuta B, em nosso entendimento, acaba por afastar os intermediários da governança do autorregulador único. Ela prevê que apenas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro poderão se vincular ao autorregulador único (art. 3º, parágrafo único), de modo que os intermediários ficam sujeitos à regulação, mas impossibilitados de participar da sua elaboração.

62. Além disso, nos termos da Minuta B, a participação na assembleia geral e no conselho de autorregulação do autorregulador único – onde são tomadas as decisões mais relevantes relacionadas ao funcionamento e atividade do autorregulador – será restrita às entidades a ele associadas, sem participação dos intermediários (art. 24, III e art. 25, §1º, I).

63. O fato de a Minuta B afastar os autorregulados da entidade autorreguladora, impossibilitando a participação na qualidade de associados no processo de elaboração das normas a que eles se sujeitarão, e na fiscalização do cumprimento dessas normas, evidencia que o modelo proposto pela Minuta B mais se aproxima de uma regulação privada do que propriamente uma autorregulação.

in governance is mainly through advisory committees or customer groups. The board may include a few directors from intermediaries in their capacity as major stakeholders. As such, most exchanges today are really private regulators, not self-regulators. In this sense, their jurisdiction over trading participants has the same basis as their jurisdiction over listed issuers: it is based on contract (described in chapter 4). For this reason, today exchanges are often described as front-line regulators instead of self-regulators. - The World Bank, Policy Research Working Paper 5542. Self-Regulation in Securities Markets, John Carson, Janeiro 2011. p. 37. Disponível em: http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/WPS5542_Self_Regulation_in_Securities_Markets.pdf

64. O fundamento da autorregulação a ser implementada por cada entidade administradora de mercado organizado está previsto no art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/76, que estabelece que “[à]s 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”. Nesse sentido, sempre se interpretou que a referida previsão autoriza a autorregulação dos mercados regulamentados, e não a instituição de regulação privada.

65. A XP entende que o modelo proposto pela Minuta B consiste em regulação privada atribuída exclusivamente às entidades administradoras de mercado organizado e que, por esse motivo, tem o condão de promover o afastamento dos demais participantes de mercado. Conforme se verá a seguir, esse afastamento é acentuado ainda mais em vista das regras de governança aplicáveis ao autorregulador único e previstas na Minuta – por meio delas, os intermediários são completamente alijados do processo de regulação, supervisão e fiscalização dos ambientes de negociação.

Governança do autorregulador único

66. A autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado e das infraestruturas do mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários deve ser modelada cuidadosamente, e a estrutura de governança do autorregulador deve ser desenhada a fim de garantir que a sua atuação seja dotada de legitimidade e de evitar indevida influência das entidades administradoras de mercado organizado a ele vinculadas. Tais fatores, contudo, parecem não ter recebido a devida atenção no modelo de autorregulação proposto na Minuta B, pois, conforme se verá, a estrutura de governança proposta tende a promover o afastamento dos operadores do mercado do autorregulador.

67. O art. 3º, parágrafo único da Minuta B prevê que apenas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro poderão se vincular, por associação ou contrato, ao autorregulador único³¹. Embora a Minuta B não permita que os intermediários se

³¹ 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

associem ao autorregulador único, o art. 8º, II, prevê que a entidade autorreguladora supervisionará os participantes das entidades administradoras de mercado organizado (incluindo os intermediários), seus administradores, funcionários e prepostos³² – assim, os participantes de mercado sujeitam-se à regulação, mas não participam da sua elaboração ou supervisão.

68. Ainda, nos termos da Minuta B, a entidade autorreguladora contará com os seguintes órgãos: (i) assembleia geral; (ii) conselho de autorregulação; e (iii) diretoria de autorregulação. Em nenhum deles, contudo, os intermediários serão representados.

69. Em relação à assembleia geral, a Minuta B determina que apenas as entidades associadas ao autorregulador único participarão do órgão. Sendo assim, os intermediários não poderão participar dos conclaves ou exercer direito de voto em relação às matérias sujeitas à competência da assembleia geral, o que inclui a eleição e destituição dos membros do conselho de autorregulação e do diretor de autorregulação (cf. art. 24, III, da Minuta B³³). No modelo proposto, os membros do conselho de autorregulação e o diretor de autorregulação serão indicados apenas pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro associadas à entidade autorreguladora.

70. O conselho de autorregulação, responsável por, dentre outras atribuições, aprovar proposta de regulamentos sobre os procedimentos que regularão os processos disciplinares (cf. art. 25, §1º, I da Minuta B)³⁴ e o mecanismo de ressarcimento de prejuízos (cf. art. 25, §1º, V da Minuta B)³⁵, também não contará

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.

³² 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 (...)

³³ Art. 24. Compete à assembleia geral, sem prejuízo de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da entidade autorreguladora: (...)

III – eleger e destituir os membros do conselho de autorregulação e o diretor de autorregulação, observado o disposto no inciso IV do art. 31(...)

³⁴ Art. 25 (...)

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

I – aprovar, previamente à sua submissão à CVM, a proposta de regulamento sobre os procedimentos relativos à instauração e tramitação dos processos disciplinares e à negociação e celebração de termos de compromisso; (...)

³⁵ Art. 25 (...)

§ 1º Compete ao conselho de autorregulação, sem prejuízo de outras atribuições que também lhe sejam conferidas pelo estatuto da entidade autorreguladora: (...)

V – aprovar o regulamento que trata do funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

com a participação de representantes dos intermediários. Nesse ponto, a Minuta B determina, em seu art. 27, I, que o *“conselho de autorregulação deve ser composto apenas por conselheiros independentes”*.

71. O art. 28 define a independência do conselheiro de maneira negativa, atribuindo essa qualidade apenas àqueles membros que não possuem vínculos com o rol de pessoas listadas nos seus incisos. Os incisos III e IV, por exemplo, estabelecem que o conselheiro será independente quando não possuir vínculo, respectivamente, com *“participante de entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto”* ou com *“administrador de participante de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas”*.

72. O §1º, I e II do mesmo art. 28 afirmam, ainda, que o vínculo de que trata o caput ocorrerá quando houver *“relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes”* ou *“a participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo”*. 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”*.

73. Esses mesmos critérios de independência também são aplicáveis ao diretor de autorregulação, indivíduo responsável pela condução dos trabalhos da entidade autorreguladora (cf. art. 34 da Minuta B³⁶).

74. Com base nos critérios acima, quem possuir vínculo empregatício ou decorrente de contrato de prestação de serviços, ativo ou encerrado há menos de um ano com participante de entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto, não cumprirá o requisito de independência e, portanto, não poderá ocupar o cargo de conselheiro independente.

75. Ficando apenas em um exemplo hipotético, se os critérios de independência propostos na Minuta B fossem aplicados para determinar a elegibilidade dos diretores da CVM, praticamente nenhum dos atuais ocupantes do cargo e nenhum dos últimos

³⁶ 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.

Presidentes da Autarquia poderiam ter assumido essas funções, pois quase todos possuíam vínculo contratual de alguma espécie com participante ou administrador de entidade associada.

76. As regras e critérios propostos na Minuta B ensejarão afastamento ainda maior do ente autorregulador e dos intermediários. O presidente de determinado intermediário, um advogado de uma distribuidora ou o consultor de um veículo de investimento que opere na bolsa de valores, por exemplo, não poderão participar do conselho de autorregulação do autorregulador único. Assim, pessoas que possuam vínculos com operadores, a despeito de deterem rica experiência e conhecimento sobre o funcionamento do mercado, não poderão participar dos órgãos de governança do ente autorregulador e, conseqüentemente, não poderão apresentar seus conselhos e *insights* necessários ao contínuo aprimoramento do mercado.

77. Um dos principais benefícios da autorregulação é a possibilidade conferida aos autorregulados de elaborarem e implementarem as regras a ele aplicáveis. Como se sabe, essa característica tende a contribuir para a edição de regras de melhor qualidade e que serão mais bem aceitas pelos autorregulados. Na estrutura de autorregulação proposta na Minuta B, contudo, isso não acontecerá.

78. O modelo de governança que é proposto na Minuta B sequer é adotado em outros países cujo mercado de capitais é mais desenvolvido que o nosso.

79. Nos Estados Unidos, por exemplo, a autorregulação é exercida primordialmente pela *Financial Industry Regulatory Authority* ("FINRA"), entidade sem fins lucrativos e desvinculada das bolsas de valores. Essa agência é responsável pelas funções normativas, fiscalizatórias e punitivas do mercado de capitais e as diversas entidades administradoras de mercado³⁷ preservam certas competências normativas residuais relativas a assuntos específicos dos seus respectivos mercados.

80. No que se refere à estrutura de governança da FINRA, seu estatuto social estabelece regras de representatividade que garantem que o conselho de administração (*Board of Governors*) da entidade seja composto por uma quantidade mínima de membros representantes da indústria (corretoras, empresas de seguro,

³⁷ A lista completa das entidades administradoras de mercado registradas perante a SEC pode ser encontrada em <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexfchanges.shtml>.

firmas de investimento) e por pessoas indicadas pelo público (sem qualquer relação com corretoras ou com outras entidades de autorregulação)³⁸.

81. Também, apesar de a FINRA exercer hoje a atividade de autorregulação e supervisão para as maiores bolsas americanas, não há entre aqueles que compõem o *Board of Governors* da entidade um só membro que seja indicado pelas bolsas ou demais administradoras de mercado organizado.

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

83. As regras de governança propostas na Minuta B para o autorregulador único acentuam, por um lado, o afastamento dos participantes de mercado (especialmente, os intermediários); por outro, ensejam uma aproximação entre as entidades administradoras de mercado organizado e o autorregulador.

Tudo leva a crer que o autorregulador único será a BSM

84. Embora a Minuta B se refira ao autorregulador único como uma entidade indeterminada, tudo indica que, caso esse modelo venha a ser de fato implementado

³⁸ 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.

no Brasil, a autorregulação será exercida pela BSM, já que ela é, atualmente, a única instituição capaz de exercer essa atividade.

85. Antes de mais nada, é preciso deixar claro que a XP não tem qualquer dúvida quanto à idoneidade dos funcionários da B3, da BSM, dos membros de seu conselho de supervisão ou do diretor de autorregulação. Igualmente importante registrar o elogiável esforço de reformulação das regras processuais da BSM atualmente em curso, que certamente contribuirá para um aprimoramento significativo na atividade sancionadora da referida entidade, bem como no seu relacionamento (notadamente do seu corpo acusatório e julgador) com os autorregulados.

86. No entanto, certos pontos de possível melhoria na governança da BSM – alguns deles sob revisão no âmbito da reformulação acima referida – resultam em situações de potencial conflito que acabam por contribuir para que a atual autorregulação seja objeto de algumas críticas pelos participantes do mercado.

87. A BSM, por exemplo, é a reguladora e fiscalizadora de participantes do mercado, apesar de, concomitantemente, ser uma entidade integrante da estrutura da B3. Em certos casos, a influência significativa que a bolsa exerce sobre a governança da BSM pode, ao menos em tese, comprometer sua atuação fiscalizatória.

88. O afastamento dessa entidade autorreguladora dos demais participantes de mercado pode ser constatado também a partir da identificação de determinadas características dos ritos processuais que são conduzidos pela BSM.

89. Como mencionado acima, hoje se sabe que existem discussões em curso no âmbito da BSM com vistas à implementação de alterações ao regulamento processual da entidade, de modo que diversas das falhas apontadas a seguir serão possivelmente corrigidas. De todo modo, tendo em vista que essas discussões ainda estão em andamento, e que não se sabe quais das mudanças atualmente discutidas serão de fato implementadas, nos parece pertinente que algumas das distorções e falhas historicamente observadas no rito processual da BSM sejam consideradas para fins da presente Audiência Pública.

90. O conselho de supervisão da BSM, por exemplo, é composto por 6 a 12 membros, incluindo o diretor de autorregulação que é o responsável pela elaboração

das acusações³⁹. As turmas do conselho de supervisão por sua vez (conjunto de pessoas responsável por julgar os processos administrativos disciplinares), são compostas por 3 conselheiros sorteados dentre os membros do conselho de supervisão⁴⁰. O fato de o indivíduo responsável pela elaboração das acusações participar do conselho de supervisão, e eventualmente da turma, responsável pelo julgamento dos processos, enseja uma clara situação de conflito.

91. Em comparação, o Colegiado da CVM, responsável por julgar os processos administrativos sancionadores, é composto por 5 membros, sendo que nenhum deles tem qualquer participação na elaboração das acusações⁴¹.

92. No âmbito da BSM, eventuais recursos de decisões proferidas pelas turmas no âmbito de processos administrativos disciplinares são julgados pelo pleno do conselho de supervisão da BSM⁴², inclusive aqueles que participaram do julgamento do processo na turma. No âmbito da CVM, por outro lado, os recursos apresentados contra decisões proferidas pelo Colegiado da CVM são julgados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional⁴³, entidade completamente apartada e independente, composto por até 8 conselheiros que não participaram do julgamento de primeira instância na CVM. Ressalte-se que esse é um ponto que será possivelmente modificado se for aprovada a alteração ao regulamento da BSM.

93. Na BSM, eventuais interações entre a defesa e o conselho de supervisão são sempre acompanhadas pela acusação. Igualmente, o agendamento de reuniões com

³⁹ Cf. art. 35 do Estatuto Social da BSM: Art. 35 – O Conselho de Supervisão será composto por, no mínimo, seis e, no máximo, doze Conselheiros, eleitos pela assembleia geral, sendo que:

I – no mínimo 2/3 do Conselho de Supervisão será composto por conselheiros independentes; e
II – uma vaga no Conselho de Supervisão será do Conselho de Supervisão será do Diretor de Autorregulação, que não terá direito a voto.

⁴⁰ Cf. art. 13, §1º do Regulamento Processual da BSM: Artigo 13– O Conselho de Supervisão julgará os processos administrativos de rito ordinário.

Parágrafo Primeiro – O julgamento em primeira instância, conforme disposto no Regimento Interno do Conselho de Supervisão, será realizado por meio de Turma composta por três membros do Conselho de Supervisão, designados por meio de sistema de distribuição, um dos quais será o Relator do processo.

⁴¹ Cf. art. 6º da Lei nº 6.385/76: Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

E cf. art. 3º da Instrução CVM 607/2019: Art. 3º. Caberá às superintendências a investigação de infrações administrativas, a instrução processual e a instauração de processo administrativo sancionador destinados a apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal, os integrantes de comitê estatutário e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

⁴² Cf. art. 20 do Regulamento Processual da BSM, e art. 27 do Regulamento Interno do Conselho de Supervisão da BSM: Artigo 20 – Da decisão da Turma sobre o julgamento do processo administrativo de rito ordinário caberá recurso ao Pleno do Conselho de Supervisão.

Artigo 27 – O julgamento de recursos, pelo Pleno, será realizado com a presença de no mínimo 2/3 dos membros do Conselho de Supervisão com direito a voto.

⁴³ Cf. art. 11, §4º da Lei nº 6.385/76: Art. 11 (...) § 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

membros do conselho precisa passar pelo crivo do diretor de autorregulação. Ao contrário, na CVM, os representantes dos defendentes podem agendar reuniões particulares com os membros do Colegiado sem a necessidade de interação com a superintendência responsável pela formulação da acusação. É possível que essa prática também seja alterada em breve, de modo que tais reuniões possam ocorrer sem a participação do diretor de autorregulação.

94. Um outro ponto é a distinção em relação ao auxílio que é prestado pela acusação aos julgadores dos processos nas diferentes entidades. Na BSM, o corpo jurídico que auxilia a elaboração da acusação também auxilia a elaboração dos votos dos membros do conselho de supervisão. Já na CVM, o Colegiado possui corpo jurídico próprio, não havendo interação com o corpo técnico responsável pela formulação da acusação.

95. As características da governança da BSM e dos ritos processuais por ela adotados demonstram algumas situações de potencial conflito de interesses que podem prejudicar a atividade de supervisão. Esses exemplos ilustram que o autorregulador do mercado de capitais precisa estar próximo dos participantes de mercado, adotando regras e ritos que viabilizem o seu contínuo aprimoramento.

A proposta de autorregulador único no contexto da Lei da Liberdade Econômica

96. Conforme já mencionado, a Lei da Liberdade Econômica estabelece diretrizes que visam garantir a liberdade dos indivíduos para empreender e impedir que o Estado promova interferências indevidas e inadequadas na ordem econômica.

97. A proposta da CVM de se seguir com um modelo de autorregulador único, tal como previsto na Minuta B, parece trazer consigo um maior risco de comprometimento do desenvolvimento do mercado de capitais. Ao determinar que os intermediários se submetam a um autorregulador do qual não participam, a Autarquia acaba por se afastar da lógica da autorregulação.

98. Ademais, considerando que, ao menos em um primeiro momento, a BSM será a entidade indicada como autorregulador único, a Minuta B, na prática, acabará fazendo com que outras entidades administradoras de mercado organizado porventura constituídas precisem se submeter a um autorregulador relacionado a uma de suas potenciais concorrentes.

Proposta da XP

99. Pelos motivos expostos acima, a XP posiciona-se contrariamente ao modelo de autorregulador único previsto na Minuta B – se em algum momento se fizer necessária a indicação de autorregulador único, tal escolha deve se dar em um ambiente de concorrência entre autorreguladores e o escolhido deve ser indicado pela vontade da maioria dos autorregulados. Só assim se garantirá que a supervisão será efetiva, justificada e salutar ao desenvolvimento do mercado.

100. Ao comentar a Minuta B, o Edital afirma que a sistemática proposta teria como propósito “*evitar conflito de interesses decorrentes da participação de entidades diversas, inclusive daquelas que seriam diretamente supervisionadas pela entidade autorreguladora*”. No entanto, como se viu acima as disposições da Minuta B podem gerar efeitos diametralmente opostos a esse propósito. Ao atribuir apenas às entidades administradoras de mercado organizado e às operadoras de infraestrutura de mercado a competência de conduzir as atividades do autorregulador unificado, a CVM acaba por criar uma entidade denominada de autorreguladora sem participação dos autorregulados.

101. Como já referido acima, a participação dos *stakeholders* é intrínseca ao conceito da autorregulação, e essencial ao seu funcionamento legítimo. Assim, a XP entende que caso o modelo de autorregulação proposto venha a ser instituído, a minuta em discussão deve ser pelo menos ajustada a fim de que passe a 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.

102. Nessa mesma linha, o critério de independência proposto na Minuta B é excessivamente restritivo, e a norma não deve criar restrições excessivas, sob pena de impedir que pessoas capacitadas ocupem os cargos pretendidos.

Arts. 8º, 10, §1º e 49, §§4º, 5º e 6º: competências do autorregulador único

Amplitude da atuação do autorregulador único

103. A Instrução CVM 461/07 determina atualmente, em seu art. 36, 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”.

104. Essa redação está em linha com o disposto no art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976. Por meio desse artigo, que estabelece o campo de atuação do autorregulador legal, determinou-se que cabe às entidades administradoras de mercado organizado fiscalizar seus membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

105. Ocorre que, considerando a redação do art. 8º da Minuta B, a proposta da CVM parece ter ampliado demasiadamente as competências do autorregulador legal. O dispositivo determina que caberá à entidade autorreguladora 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”.

106. No entanto, a Minuta B não poderia ter atribuído ao autorregulador legal a fiscalização da atuação dos administradores, prepostos e funcionários dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, nem da atuação dos investidores e demais participantes com acesso direto aos mercados organizados, na medida em que essas atribuições não constam do disposto no art. 17, §1º da Lei nº 6.385/1976.

107. Em nosso entendimento, essas competências só poderia ser exercidas pelo autorregulador no âmbito de eventual autorregulação voluntária – que dependeria da adesão e aceitação voluntária pelos autorregulados.

108. A XP entende, portanto, que o art. 8º da Minuta B deve ser ajustado para prever que as competências do autorregulador devem ser restritas às operações realizadas no âmbito das entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado e às atividades de intermediação cursadas

pelos intermediários nos respectivos mercados regulamentados. Em linha semelhante com o que está previsto hoje na Instrução CVM 461/07.

109. No mais, a Minuta B determina em seu art. 10, §1º, que *“mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação”*.

110. A redação proposta não esclarece quais seriam as *“atividades correlatas às de autorregulação”*, tornando o dispositivo demasiado aberto. A alta margem de interpretação a respeito do que seriam tais atividades, sem limitações ao que poderia vir a ser admitido e aceito pela CVM, poderá resultar em novas situações de alargamento das competências da entidade autorreguladora única sem respectiva previsão legal ou normativa.

111. A XP entende, portanto, que o art. 10, §1º da Minuta B deverá ser ajustado de forma a excluir qualquer referência à possibilidade de a entidade autorreguladora desempenhar atividades correlatas à autorregulação. Alternativamente, caso se decida manter a autorização, o dispositivo deve ser ajustado para prever todas as atividades correlatas que o autorregulador único poderia vir a exercer, em lista *numerus clausus*.

Aproveitamento de processos pela CVM

112. No âmbito da reforma do modelo de autorregulação dos mercados organizados proposta pela Minuta B, algumas das regras atualmente previstas na Instrução CVM 461/07 foram retiradas. Uma delas é a 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.

113. Atualmente, essa regra está prevista nos §§4º, 5º e 6º do art. 49 da Instrução CVM 461/07 e ela não foi replicada na Minuta B. A redação dos referidos dispositivos é a seguinte:

“§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; e

“§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”.

114. Os dispositivos acima sempre foram aplicados e interpretados partindo-se do pressuposto de que eles estabeleciam, na realidade, um poder-dever da CVM. Assim, a Autarquia deveria levar em consideração, no bojo dos processos por ela instaurados, as investigações e penalidades impostas no âmbito dos processos administrativos disciplinares conduzidos pelo autorregulador, evitando-se, com isso, a duplicidade de procedimentos e penalidades decorrentes dos mesmos fatos.

115. Embora esse seja o entendimento que vinha sendo aplicado, as áreas técnicas da CVM, que tradicionalmente sempre respeitaram as decisões exaradas pela BSM e consideravam-as suficientes para resolver em definitivo os assuntos nela tratados, vêm, em algumas situações, assumindo postura de investigar os mesmos fatos e apresentar as mesmas acusações que as realizadas pelo autorregulador.

116. Tal atuação vai na contramão das medidas adotadas pela CVM nos últimos anos no âmbito do projeto de redução dos custos de observância. Com efeito, ao longo dos últimos 3 anos, a CVM vem instituindo uma série de medidas objetivando reduzir, progressivamente, o custo de observância regulatória entre os participantes de mercado de capitais, eliminar redundâncias regulatórias e aumentar eficiência da regulação⁴⁴.

117. Essa posição adotada pela área técnica da CVM em algumas situações, além de distoar da prática adotada e dos benéficos caminhos que a Autarquia vem tentando trilhar nesses últimos anos, configura uma política regulatória que aumenta a insegurança jurídica, já que os regulados podem ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos. Note-se que nem cabe falar aqui em potencial responsabilização em instâncias distintas – como é o caso de fatos apurados nas instâncias cível e criminal –, na medida em que a supervisão está sendo realizada pela CVM, entidade reguladora do mercado, e pela BSM, entidade que exerce autorregulação em decorrência de previsão legal e nos limites estabelecidos pela própria Autarquia.

⁴⁴ 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.

118. A XP entende que a exclusão dos §§ referidos acima pode aumentar ainda mais a insegurança e ser interpretada como uma carta branca para que a CVM e o autorregulador único fiscalizem, apurem e condenem os participantes de mercado pelos mesmos fatos ilícitos.

119. Não se está sugerindo que a CVM deixe de exercer a sua competência em relação às áreas sob sua responsabilidade, nem que ela deixe de instaurar processo quando já exista investigação sobre o mesmo assunto no âmbito da BSM. O que se defende, apenas, é que a instrução deve restaurar os § suprimidos e estabelecer claramente que o “poder” referido no art. 49 da Instrução CVM 461/07 trata-se de poder-dever. Assim, a CVM precisaria considerar, em sua atividade fiscalizadora e sancionadora, o trabalho realizado pelo autorregulador, de modo a evitar a duplicidade de investigações e, eventualmente, da aplicação de penalidades.

120. Por esse motivo, a XP propõe que os §§ sejam reinseridos na Minuta B e que eles sejam alterados de modo a consignar expressamente que a faculdade neles estabelecidas trata-se, na realidade, de um poder-dever atribuído à CVM.

Arts. 37 e seguintes: o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)

Esclarecimentos gerais

121. Por fim, no que se refere aos ritos processuais a serem seguidos pelo autorregulador único, cabe tratar do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”).

122. Nos termos do art. 77 da Instrução CVM 461/07, 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 relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia. O referido artigo lista certas hipóteses em que o MRP se mostra cabível para o ressarcimento de prejuízos sofridos por investidores.

123. O objetivo do MRP é, portanto, o de fornecer ao investidor um rito próprio e simplificado para o ressarcimento de determinados prejuízos que eles porventura venham a sofrer em decorrência de falhas operacionais na atuação dos prestadores de serviços por ele contratados.

124. Em atendimento ao art. 78, a B3, única entidade administradora dos mercados de bolsa e balcão, editou regulamento específico disciplinando o funcionamento do MRP. As reclamações de investidores dão origem a processos de MRP, que são conduzidos e administrados pela BSM, na qualidade de entidade autorreguladora.

Hipóteses de aplicação do MRP

125. A Minuta B trata do MRP em seus artigos 37 e seguintes. O art. 38 da norma proposta replica o rol, previsto no art. 77 da Instrução CVM 461/07, das situações em que o MRP se mostra cabível; contudo, ele também inclui nova hipótese de ressarcimento não existente na instrução atualmente em vigor.

126. A nova hipótese de ressarcimento, prevista no inciso V do art. 38, consiste no *"descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente"*. Ou seja, o dispositivo cria mais uma via por meio da qual o intermediário poderia ser responsabilizado e condenado a ressarcir prejuízos sofridos pelos investidores.

127. O entendimento da XP é de que tal previsão amplia demasiadamente a responsabilidade potencial dos intermediários, consistindo em instrumento que poderá ser utilizado por investidores interessados em reaver prejuízos sofridos em decorrência de investimentos consciente e regularmente realizados. Nos termos da redação proposta, o investidor que sofrer prejuízos em determinadas operações poderá argumentar que as negociações realizadas não estavam adequadas ao seu perfil de risco, e que, portanto, o intermediário não poderia ter deixado ele cursar aquela operação em primeiro lugar.

128. Por esse motivo, a XP entende que esse dispositivo deve ser removido da Minuta B. Alternativamente, o inciso deveria pelo menos ser alterado e passar a ressaltar que o ressarcimento não será devido quando o investidor tiver anuído ou autorizado a realização da operação.

129. Na mesma linha, o art. 42, §1º da Minuta B⁴⁵ estabelece que a *"demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita, ainda que tenha recebido avisos, extratos e notas de corretagem relativos à*

⁴⁵ Art. 42. [...] § 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.

operação reclamada". Tal disposição não está prevista hoje na Instrução CVM 461/07 ou no regulamento de MRP da B3.

130. Na prática, o dispositivo garante ao investidor o direito de, independentemente do seu conhecimento sobre determinada operação, ingressar com uma reclamação e pedir ressarcimento de prejuízos porventura sofridos. Assim como o art. 38 acima comentado, tal dispositivo é extremamente protetivo e estimula um comportamento potencialmente irresponsável do investidor, motivo pelo qual a XP se opõe à sua inserção na norma.

131. A experiência brasileira revela que, apesar de existirem inegáveis benefícios em uma legislação com viés protetivo quando se trata, por exemplo, de relações de consumo, fato é que essas normas também contribuem para a prática de abusos. Analogamente, a CVM deve refletir se é conveniente arriscar a repetição desse efeito no âmbito do mercado de capitais.

Limite de Indenização

132. Uma das hipóteses de ressarcimento por meio do MRP ocorre quando há a intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil. Atualmente esta hipótese está prevista no art. 77, V⁴⁶ da Instrução CVM 461/07 e ela se mantém na redação do art. 39 da Minuta B⁴⁷. Entretanto, a minuta submetida à audiência pública promove uma alteração significativa em relação ao limite da indenização que poderá ser pleiteada nesse caso.

133. Na minuta proposta, previu-se que o investidor poderia obter ressarcimento em relação aos recursos depositados na conta corrente do intermediário, sem fixação aparente de um limite pré-determinado. Ao que parece, a Minuta B eleva o MRP ao papel de um fundo garantidor, quase um *lender-of-last-resort*, capaz de prover ao investidor o ressarcimento integral de valores depositados na conta corrente do intermediário. A existência desse mecanismo pode criar fricções e desequilíbrios em um mercado que envolve risco, na medida em que os investidores passarão a ter

⁴⁶ 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.

⁴⁷ 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.

uma garantia praticamente ilimitada nos casos de prejuízos sofridos em decorrência de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial de determinado intermediário.

134. Assim, a XP propõe que o art. 38 da Minuta B seja alterado para incluir 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 Instrução CVM 461/07). Também, deve ser excluído o art. 39 da Minuta B, mantendo-se como limite de ressarcimento para todas as hipóteses previstas na regulamentação a quantia a ser prevista pelo autorregulador no respectivo regulamento do MRP, conforme estabelece o § 1º do art. 41⁴⁸ da Minuta B.

Rito processual do MRP

135. No que diz respeito ao rito processual do MRP, a Minuta B atribui à entidade autorreguladora competência para elaborar regulamento específico disciplinando o funcionamento do MRP, dispondo, inclusive, sobre as correspondentes regras processuais aplicáveis. Não obstante, o art. 42, §2º da Minuta ressalta que “[o] reclamante pode apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias úteis, recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento”.

136. A XP entende que a previsão acima gera um desequilíbrio processual relevante, já que ela não faz qualquer referência à possibilidade de interposição de recurso pela reclamada. Assim, em observância aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal, o dispositivo deve ser alterado para prever que os recursos contra decisões desfavoráveis no âmbito do MRP também podem ser interpostos à CVM pela reclamada.

137. Ressalte-se que esse desequilíbrio já é identificado nas regras atualmente em vigor que regem os processos de MRP conduzidos pela BSM.

⁴⁸ Art. 41. A entidade autorreguladora deve elaborar regulamento específico disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos. § 1º O regulamento deve dispor, no mínimo, sobre: (...) III – valor máximo de ressarcimento.

138. Nesses processos, as reclamações apresentadas por investidores são elaboradas muitas vezes sem observarem todos os elementos necessários, o que prejudica até mesmo a compreensão da reclamação. A falta de sanções e incentivos ao ressarcimento também estimulam a apresentação de reclamações frívolas ou sem fundamento.

139. Ainda, o atual regime de MRP confere ao reclamante muito mais oportunidades de recurso. O art. 20, incisos II e III do Regulamento de MRP da BSM determinam:

“Artigo 20 – Caberá recurso: [...]

II – ao Pleno do Conselho de Supervisão:

a) pelo Reclamante, da decisão do Diretor de Autorregulação que determinar o arquivamento do Processo de MRP, conforme previsto no artigo 19 e

b) pela Reclamada da decisão do Diretor de Autorregulação, que julgar procedente ou parcialmente procedente o Processo de MRP.

III – à CVM, pelo Reclamante:

a) da decisão do Diretor de Autorregulação, que julgar improcedente ou parcialmente improcedente o Processo de MRP;

b) da decisão do Pleno do Conselho de Supervisão, que ratificar a decisão do Diretor de Autorregulação que determinou o arquivamento do Processo de MRP, conforme previsto no inciso II, “a”; e

c) da decisão do Pleno do Conselho de Supervisão que deferir recurso apresentado pela Reclamada, julgando improcedente ou parcialmente procedente a Reclamação.”

140. Ao reclamante (investidor) foi conferido, portanto, nada menos do que quatro possibilidades de recursos – trata-se de verdadeiro duplo grau de jurisdição elevado ao quadrado (!). Assim, se certa reclamação for arquivada pelo diretor de autorregulação da BSM por falta de elementos, o reclamante poderá recorrer ao pleno do conselho de supervisão (art. 20, II, a). Se o pleno do conselho de supervisão ratificar a decisão do diretor de autorregulação pelo arquivamento do processo, o reclamante poderá recorrer à CVM (art. 20, III, b). Em terceiro lugar, se a reclamação for julgada total ou parcialmente improcedente pelo diretor de autorregulação, o reclamante poderá recorrer à CVM (art. 20, III, a). Por fim, se o pleno do conselho de supervisão deferir recurso apresentado pela reclamada, julgando total ou parcialmente improcedente a reclamação, o reclamante também poderá recorrer à Autarquia para tentar reverter a decisão (art. 20, III, c).

141. Por outro lado, à reclamada (instituição intermediária) é dada apenas uma oportunidade de recurso. Quando a reclamação for julgada total ou parcialmente procedente pelo diretor de autorregulação, a reclamada poderá apenas recorrer ao

pleno do conselho de supervisão (art. 20, II, b). Esta é a única oportunidade de recurso conferida aos intermediários em processos de MRP, não existindo, por exemplo, a possibilidade de a reclamada recorrer à CVM.

142. Vale destacar, ainda, que caso o reclamante apresente recurso à CVM, a reclamada somente é cientificada sobre o recurso após seu julgamento, sem que lhe seja dada qualquer possibilidade de se manifestar a respeito dos argumentos levantados⁴⁹. Da mesma forma, não é dada à reclamada a possibilidade de se manifestar sobre o relatório da área técnica que opina pela procedência ou improcedência do recurso do reclamante. Por diversas vezes, a Autarquia profere sua decisão com base em fatos e argumentos novos trazidos pelo reclamante em seu recurso ou mesmo pela área técnica em sua manifestação, sem dar à reclamada qualquer oportunidade de se manifestar sobre tais fatos, deixando de intimá-los para se manifestar sobre o pronunciamento da área técnica e tampouco para apresentar sua resposta ao recurso do reclamante.

143. Essas distorções não foram abordadas na Minuta B. Ao prever que apenas o reclamante pode recorrer à CVM e delegar ao autorregulador único competência para tratar sobre o rito processual do MRP, a Minuta B estimula a manutenção de um sistema processual desequilibrado no qual investidores são, muitas vezes, recompensados injustamente.

144. Nesse sentido, a proposta da XP é de que, para compatibilizar o sistema do MRP com os princípios constitucionais e com as regras da Lei nº 9.784/99, o art. 42, §2º, da Minuta B seja alterado para prever que o reclamante e a reclamada terão oportunidades equivalentes de recursos.

O patrimônio do MRP

145. Por fim, existem ainda questões relevantes relativas ao tratamento do patrimônio do MRP que precisam ser consideradas em vista do novo arcabouço regulatório proposto na Minuta B. Para tanto, é preciso fazer uma rápida digressão histórica.

146. O patrimônio que forma o MRP consiste em um patrimônio de afetação, cuja constituição remonta ao ano de 1966, quando foi publicada a Resolução CMN nº 39,

⁴⁹ Cf. art. 23 do Regulamento de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da BSM: Artigo 23 – Na hipótese do inciso III, do artigo 20, os recursos deverão ser enviados à BSM, que se encarregará de remetê-los à CVM. A decisão da CVM, exarada em recurso, será definitiva na esfera administrativa.

de 20.10.1966. Tal resolução disciplinava a constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores no Brasil, e criava o fundo de garantia das bolsas de valores, a quem investidores lesados poderiam recorrer caso precisassem ser ressarcidos de danos sofridos em operações cursadas nos respectivos ambientes de negociação⁵⁰.

147. Até a edição da referida Resolução, não havia outra forma além da justiça comum para que investidores pudessem buscar ressarcimento por eventuais irregularidades cometidas por participantes das bolsas de valores.

148. O art. 47 da Resolução CMN nº 39, de 20.10.1966⁵¹ determinava que o fundo de garantia deveria ser contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões das bolsas de valores, e que seria constituído, (i) das importâncias pagas às bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão; e (ii) de taxa a ser cobrada dos associados das bolsas equivalente a 1% das corretagens por eles recebidas. A referida taxa poderia ser elevada, em caráter permanente ou temporário, por decisão do conselho de administração da bolsa, aprovada pelo Banco Central. O art. 56 da mesma Resolução determinava que as contribuições para o fundo de garantia não poderiam ser devolvidas aos seus associados, salvo no caso de dissolução da bolsa⁵².

149. Com o decorrer do tempo, o fundo de garantia passou a ser previsto em outros normativos publicados pelo Conselho Monetário Nacional, como a Resolução CMN nº

⁵⁰ 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 ainda de uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes da venda de títulos e valores mobiliários.

⁵¹ Art. 47. O Fundo de Garantia será contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões da Bolsa de Valores, e constituído de : I - 25% (vinte e cinco por cento) das importâncias pagas às Bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão; II - taxa, a ser cobrada dos associados das Bolsas, independentemente de quaisquer outras que existam ou venham a existir, e equivalente a 1% (um por cento) das corretagens por eles recebidas, taxa essa que poderá ser elevada, em caráter permanente ou temporário, por decisão do Conselho de Administração da Bolsa de Valores, aprovada pelo Banco Central.

⁵² Art. 56. As contribuições para o Fundo de Garantia, salvo a hipótese de dissolução da Bolsa, não poderão ser devolvidas aos seus associados.

2.690, de 28.01.2000⁵³. O art. 50 da referida Resolução⁵⁴ tratava do patrimônio do fundo de garantia e, similarmente à antiga Resolução CMN nº 39, de 20.10.1966, afirmava que tal patrimônio era constituído pelas importâncias pagas às bolsas pela subscrição de títulos de sua emissão, bem como por contribuição a ser paga mensalmente pelas sociedades membros que operavam na bolsa de valores. Mas o referido dispositivo trouxe a novidade de incluir no rol de componentes do patrimônio do fundo de garantia *"outros recursos especificados pela Comissão de Valores Mobiliários"*. Também determinou que tais contribuições seriam *"fixadas pelo Conselho de Administração da bolsa de valores, ouvida previamente a Comissão de Valores Mobiliários"*.

150. O art. 51 da Resolução CMN nº 2.690⁵⁵ determinava que caberia às bolsas de valores estipular um limite mínimo para o patrimônio do fundo de garantia, limite que estaria sujeito à aprovação da CVM. Quando o patrimônio apresentasse valor inferior ao limite mínimo, as sociedades membros deveriam contribuir para a sua imediata restauração.

151. Em 21.10.2003, o Conselho de Administração da então Bovespa aprovou a Resolução 297/2003/CA, instituindo uma contribuição mensal a ser paga pelas sociedades corretoras associadas para financiamento do fundo de garantia, calculada com base em percentual do volume total negociado.

53 Art. 40. As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de sociedade membro, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes:

I - da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária da bolsa de valores que tiver recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

- a) inexecução ou infiel execução de ordens;
- b) uso inadequado de numerário, de títulos ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem);
- c) entrega ao comitente de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida;
- d) inautenticidade de endosso em título ou em valor mobiliário ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos;
- e) encerramento das atividades; e

II - da atuação de administradores, empregados e prepostos da sociedade membro que represente a contraparte da operação.

Parágrafo único. A negociação com os títulos mencionados no art. 33 deste Regulamento em recinto ou sistema de bolsa de valores não se encontra abarcada pelo disposto neste artigo.

54 Art. 50. O patrimônio do Fundo de Garantia é constituído por:

I - percentual das importâncias pagas às bolsas de valores pela subscrição de títulos patrimoniais de sua emissão;

II - contribuição a ser paga, mensalmente, pelas sociedades membros que operam na bolsa de valores, independentemente de quaisquer outras que existem ou venham a existir; e

III - outros recursos especificados pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. As contribuições previstas neste artigo serão fixadas pelo Conselho de Administração da bolsa de valores, ouvida previamente a Comissão de Valores Mobiliários.

55 Art. 51. Cabe às bolsas de valores estipular um limite mínimo para o patrimônio do Fundo de Garantia, sujeito à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo 1º Quando o patrimônio apresentar valor inferior ao limite, as sociedades membros devem contribuir para a sua imediata restauração.

Parágrafo 2º A contribuição prevista no parágrafo anterior pode ser dispensada quando a restauração for realizada através de sistema de garantia, mantido pelas bolsas de valores.

152. A partir da criação da BSM, o MRP substituiu o antigo fundo de garantia das bolsas de valores. Nos termos do art. 43 do estatuto social da BSM⁵⁶ atualmente vigente, cabe à CVM aprovar o regulamento do MRP, a ser editado pela BSM.

153. O art. 41 do estatuto social⁵⁷ prevê, ainda, que a BSM administrará 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 administrado pela B3. O art. 7º do estatuto social⁵⁸ determina que uma das fontes de recursos da BSM é a cobrança de taxas referentes à administração do MRP.

154. No que diz respeito ao patrimônio do MRP, o art. 41, §1º do estatuto social da BSM⁵⁹ prevê a total separação dos bens e direitos integrantes do patrimônio do MRP daqueles integrantes do patrimônio geral da BSM. Tais patrimônios não se comunicam, e o patrimônio do MRP não pode ser utilizado para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela BSM. Na mesma linha, a BSM e a B3 não respondem nem podem ser obrigadas a recompor o patrimônio do MRP em caso de insuficiência de recursos.

155. Assim, o MRP, embora não possua personalidade jurídica própria, constitui um patrimônio segregado. Igualmente ao que ocorria com o fundo de garantia das bolsas de valores, o patrimônio do MRP assume a forma de um patrimônio de afetação, constituído a partir das contribuições realizadas pelos intermediários e da reversão dos recursos do antigo fundo de garantia da Bovespa.

156. Em 19.04.2010, foi publicado comunicado externo pela BM&FBovespa, informando que a CVM havia aprovado resolução da BSM por meio do qual foi criado o chamado Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos 2, ou MRP2, com o objetivo de

⁵⁶ Art. 43. As regras que disciplinam a instauração, instrução e julgamento dos processos administrativos de MRP constarão do Regulamento do MRP editado pela BSM e aprovado pela CVM.

⁵⁷ 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.

⁵⁸ 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.

⁵⁹ Art. 41 [...] §1º - 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.

permitir a eventual devolução de contribuições mensais realizadas pelas corretoras, tendo em vista as diversas solicitações de participantes para a desoneração das contribuições mensais ao MRP. O MRP2 vigoraria até que fosse definido o valor máximo do patrimônio do MRP, de modo que, caso o valor máximo aprovado fosse igual ou inferior ao patrimônio líquido do MRP, as contribuições efetuadas ao MRP2 seriam restituídas aos participantes.

157. Por meio da Resolução nº 1/2011, de 08.08.2011, o Conselho de Supervisão da BSM fixou o patrimônio mínimo do MRP em R\$276.600.000,00 e o patrimônio máximo do MRP em R\$323.700.000,00, até nova deliberação em contrário. Esses valores seriam definidos e atualizados por meio de resoluções do Conselho de Supervisão da BSM, conforme metodologia aprovada pelo Conselho de Administração da BM&FBovespa e pela CVM. Caso o patrimônio do MRP atingisse o limite máximo, a BSM determinaria a cessação de contribuições pelos participantes.

158. Assim, em 08.08.2011 foi publicado comunicado externo pela BM&FBovespa informando que o Colegiado da CVM havia deliberado a devolução do patrimônio do MRP2 aos participantes, com sua subsequente extinção, tendo em vista que, naquele momento, o patrimônio do MRP já superava o limite máximo estipulado. Também, foram suspensas as novas contribuições de corretoras para o fundo, com exceção de corretoras que ainda não teriam completado 24 contribuições ao fundo.

159. 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.

160. Essa digressão é importante para embasar o entendimento de que a Minuta B parece ter desconsiderado esse componente estrutural e histórico do MRP, dado que não esclareceu aspectos práticos importantes relativos à propriedade, compartilhamento e gestão do seu patrimônio.

161. Caso seja aprovada a proposta de instituição de uma autorregulação unificada legal, e o autorregulador único venha a ser um ente distinto da BSM, é preciso que a CVM informe qual destinação será conferida ao patrimônio atualmente mantido no MRP gerido pela BSM. Como esse patrimônio foi formado a partir de contribuições dos intermediários, a CVM, em conjunto com os demais participantes do mercado, precisa avaliar se esses recursos (i) devem ser devolvidos aos seus respectivos titulares – os intermediários para formação de um novo MRP do novo autorregulador único; ou (ii) devem ser destinados diretamente ao próprio autorregulador único.

Nesse sentido, há questões jurídicas relevantes a serem analisadas nessa hipótese, como, por exemplo, a possibilidade de a CVM, por meio de instrução, dar destinação a um patrimônio que não lhe pertence.

162. A matéria se torna ainda mais complicada em um cenário onde existem múltiplas entidades autorreguladoras, conforme sugerido pela XP em item anterior. Nesse caso, há de se pensar também em uma forma de formação e distribuição do patrimônio do MRP entre as diferentes entidades autorreguladoras, assim como eventuais regras para devolução de valores aos intermediários

163. Como essa é uma questão complexa para a qual não se tem uma solução imediata, a XP entende que os diversos agentes afetados devem estudar e discutir uma proposta para tratamento dos recursos que atualmente formam o MRP gerido pela BSM, bem como para regulação do MRP em um ambiente de concorrência entre autorreguladores.

III. MINUTA C

Arts. 19, 20 e 30: Best Execution

Esclarecimentos Gerais

164. A Minuta C visa aprimorar o regime de melhor execução de ordens (*best execution*) atribuído aos intermediários, e que lhes impõe o dever de sempre buscar a melhor execução possível das ordens emitidas em nome dos seus clientes.

165. Via de regra, pode-se dizer que há dois regimes básicos para tratar do dever de *best execution* atribuído aos intermediários. Em um, a aferição do cumprimento desse dever vincula-se a um único critério objetivo, nomeadamente o preço. Esse é o regime adotado nos Estados Unidos cujas regras de *best execution*, previstas na denominada Regulation NMS, determinam que as negociações devem se dar com base em políticas e procedimentos que previnam a realização de compras/vendas a preços mais altos/baixos que as melhores cotações divulgadas disponíveis, observadas determinadas exceções (regra conhecida como *Order Protection Rule*)⁶⁰.

⁶⁰ §242.611 Order protection rule. (a) Reasonable policies and procedures. (1) A trading center shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs on that trading center of protected quotations in NMS stocks that do not fall within an exception set forth in paragraph (b) of this section and, if relying on such an exception, that are reasonably designed to assure compliance with the terms of the exception.

166. O outro regime permite ao intermediário considerar, no âmbito da execução de determinada ordem, diversos critérios, dentre eles o preço, volume, custos, velocidade e probabilidade de execução. Esse foi o regime adotado no art. 27 do MiFID II no âmbito da União Européia e que prevê o seguinte: "*Member States shall require that investment firms take all sufficient steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, where there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction*"⁶¹.

167. Conforme se verá a seguir, a XP entende que as regras do MiFID II, por serem mais flexíveis, compatibilizam-se melhor com o mercado brasileiro; o sistema da *order protection rule* americano parece não ser compatível ou recomendável e sua implementação no Brasil, além de eventualmente impactar de maneira relevante o arcabouço regulatório, exigiria um esforço operacional complexo por parte dos participantes (incluindo a implementação de um sistema de consolidação de informações) sem que benefícios aos investidores ou ao mercado fossem gerados.

Crítérios para aferição da melhor execução

168. Atualmente, o regime do *best execution* está disposto nos artigos 19 e 20 da Instrução CVM 505/11⁶².

169. Dentre as alterações sugeridas, a Minuta C propõe alterar o *caput* do art. 19. Atualmente, tal dispositivo determina que "[o] intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita"; caso a Minuta C se converta em Instrução, a redação do referido artigo seria alterada para estabelecer que "[o] intermediário deve executar as ordens nas melhores condições que o mercado permita, desde que iguais ou melhores que as indicadas pelo cliente".

⁶¹ Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014L0065-20160701>

⁶² 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.

Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: I – permitir que os intermediários obtenham as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes; II – possibilitar, a qualquer tempo, a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado; e III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados.

170. Na Minuta C, o art. 19 contaria com 2 parágrafos. O §1º determina que “[p]ara 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” e o §2º estabelece que “[q]uando 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”.

171. A XP entende que a norma do art. 19 poderia ser aprimorada para explicitar que o intermediário não deve ser obrigado a analisar todos os critérios existentes para aferir qual a melhor maneira de se executar cada ordem. A aferição do cumprimento do dever de *best execution* não deve ser realizada casuisticamente, posto que tal sistema seria ineficiente, traria grandes obstáculos operacionais aos intermediários e possivelmente aumentaria os custos dos investidores.

172. Nesse sentido, a proposta da XP é que a regra da Minuta C seja alterada para prever que o intermediário deverá formular política com os critérios e regras aplicáveis à execução das ordens de seus clientes, levando-se em consideração os critérios previstos na norma. É com base nesses critérios dispostos em política interna do intermediário – a qual deverá ser revista periodicamente – que deve ser avaliado o atendimento ao dever de *best execution*. Para fazer sentido, a norma também deverá prever que o cliente deverá ter acesso à política de execução do intermediário.

173. Como os critérios para execução das ordens estarão dispostos na política do intermediário, a qual os investidores terão acesso, passa também a não fazer mais sentido o tratamento diferenciado baseado no desembolso para execução de ordens de investidores não qualificados. O atendimento a essa regra pode ensejar dificuldades operacionais relevantes aos intermediários. De mais a mais, o intermediário pode estabelecer na sua política tratamento diferenciado para determinados tipos de investidores.

174. Uma outra proposta de aprimoramento é que a Minuta C passe a refletir o entendimento exarado pelo Colegiado da CVM no Processo SEI 19957.002097/2016-90 em que foi analisada, no âmbito das ofertas RLP, a possibilidade de exclusão da regra de não preterição para clientes institucionais mediante sua prévia e expressa anuência. Nessa decisão, a CVM “aprovou a proposta apresentada para, no âmbito do período experimental de teste das ofertas RLP nos minicontratos futuros de dólar

e de IBOVESPA, permitir que investidores institucionais, mediante prévia e expressa anuência, declinem do direito à não preterição pelas ofertas RLP de responsabilidade do intermediário por meio do qual operem”.

175. A decisão representou um avanço institucional importante, inclusive para fins de viabilização do RLP. Seguindo essa mesma direção, a Minuta C pode passar a facultar aos intermediários que estabeleçam, em suas respectivas políticas, a possibilidade de determinados tipos de investidores (como qualificados, profissionais e institucionais) assinarem termos de ciência por meio dos quais aceitarão ter suas ordens preteridas em determinadas situações específicas e justificadas.

176. Ainda, a Minuta C também deveria passar a prever expressamente que o intermediário não poderá ser responsabilizado pelo descumprimento ao dever de melhor execução de ordens caso ele, no âmbito da prestação dos serviços aos seus clientes, tenha intermediado operações utilizando-se dos sistemas e controles disponíveis, adequados e aprovados pelos clientes.

177. A principal preocupação nesse ponto relaciona-se ao período de latência, ou seja, o tempo transcorrido entre o envio da ordem do cliente pela corretora e a sua confirmação e liquidação. Tendo em vista os avanços das tecnologias e sistemas implementados pelos intermediários (inclusive sistemas de *high frequency trading*), dependendo da velocidade com que determinada ordem chegue aos seus servidores (no caso da internalização de ordens) ou aos servidores da bolsa (nos casos das bolsas de valores tradicionais), no momento em que ela for liquidada já poderão ter ocorrido movimentos e mudanças no mercado que poderão comprometer a qualidade da ordem emitida.

178. A XP entende que o intermediário não poderá ser responsabilizado caso a execução da ordem tenha sido realizada de acordo com os sistemas adequados e que eventual descumprimento do dever de melhor execução atribuído à latência não poderá ser imputado ao intermediário responsável pela correspondente execução.

179. A Minuta C também pretende alterar a redação do art. 30 da Instrução CVM 505/11, incluindo novo §2º ressaltando que o intermediário não deve considerar, para fins da decisão de que trata o art. 19 (a melhor execução da ordem possível), eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente⁶³.

⁶³ 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.

180. A XP entende que a norma precisa esclarecer quais seriam os benefícios auferidos que não poderiam ser considerados pelos intermediários para embasar decisões a respeito da melhor execução possível de ordens dos seus clientes. Da forma como foi redigido, o dispositivo está vago, o que dificulta o seu entendimento por parte dos intermediários.

181. Por fim, caso as propostas de aprimoramento sugeridas acima não sejam aceitas pela CVM, a atual redação da Instrução CVM 505/11 no que se refere ao dever de melhor execução não deve ser alterada. A XP entende que o sistema vigente – menos prescritivo e que estabelece uma série de requisitos que devem ser analisados para aferição do cumprimento do dever pelos intermediários – é adequado. Alterar o arcabouço regulatório para estabelecer um sistema similar ao norte-americano – em que o preço é o único critério que direciona a atuação dos intermediários – não se mostra uma providência necessária ou recomendável e que, se implementada, ensejará mais custos do que benefícios.

IV. CONCLUSÃO

182. As reformas que vêm sendo promovidas pela área econômica do governo, a redução da taxa de juros e o incentivo ao empreendedorismo parecem sugerir que, nos próximos anos, haverá um progressivo aumento dos investimentos de risco no mercado de capitais.

183. Preparar o arcabouço regulatório para essa nova realidade, fomentando a competição e reduzindo os entraves regulatórios que impedem a modernização do mercado de capitais é especialmente recomendável, principalmente tomando-se por base as diretrizes da Lei da Liberdade Econômica.

184. Assim, a atuação da CVM deve ser no sentido de conferir exequibilidade às regras previstas na referida lei. Se adotadas, não há dúvida de que a política regulatória da Autarquia gerará benefícios imensuráveis ao público investidor que passará a ter acesso a um cardápio maior de produtos e serviços, e pagará preços menores para usufruí-los.

185. Nesse contexto, as propostas de ajustes da XP podem ser resumidas nos termos abaixo:

Propostas de alteração às Minutas de Instruções sujeitas à Audiência Pública SDM nº 9/19	
Ponto comentado	Proposta
Minuta A	
Manutenção da proibição da internalização de ordens (art. 66)	<ul style="list-style-type: none"> A internalização de ordens seja regulamentada em instrução própria a ser editada em conjunto com as demais, e cuja redação deverá ser submetida à discussão dos participantes do mercado por meio de audiência pública.
Negociação de grandes lotes (art. 67, caput e §1º)	<ul style="list-style-type: none"> Se a internalização for permitida, a diferenciação no tratamento aos grandes lotes pode não fazer mais sentido. A definição de "grande lote" deve ser realizada por cada entidade administradora e levar em consideração o critério de volume negociado ou o critério de quantidade já proposto na Minuta A.
Minuta B	
Imposição de autorregulador único (art. 3º, caput e parágrafo único)	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deverá prever que a autorregulação só poderá ser unificada se implementada de forma orgânica, a partir da iniciativa dos participantes de mercado e da atribuição, por parte deles, da função de autorregulador único ao ente que entenderem estar melhor preparado e capacitado para exercer a supervisão dos mercados. A previsão de uma entidade autorreguladora única imposta deverá ser retirada.
Governança do autorregulador único (arts. 3º, parágrafo único, 8º, II, 24, III, e 28, §2º)	<ul style="list-style-type: none"> A autorregulação prevista na Minuta B deverá incluir a participação dos intermediários, tanto na qualidade de associados da entidade autorreguladora, quanto no processo de elaboração de normas e de sua fiscalização e supervisão; O critério de independência proposto na Minuta B deverá ser menos restritivo, permitindo a participação efetiva dos representantes dos intermediários.
Competências do autorregulador único - amplitude da sua atuação (art. 8º)	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deverá ser alterada para prever que as competências do autorregulador devem ser restritas às operações realizadas no âmbito das entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado e às atividades de intermediação cursadas pelos intermediários nos respectivos mercados regulamentados.
Competências do autorregulador único - amplitude da sua atuação (art. 10, §1º)	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deverá ser alterada para excluir a possibilidade de a entidade autorreguladora desempenhar atividades correlatas à autorregulação. Alternativamente, caso se decida manter a autorização, o dispositivo deve prever todas as atividades correlatas que o

	<p>autorregulador único poderia vir a exercer, em lista <i>numerus clausus</i>;</p>
<p>Competências do autorregulador único - aproveitamento de processos pela CVM</p>	<ul style="list-style-type: none"> A regra prevista na Instrução CVM 461/07 sobre a possibilidade de aproveitamento pela CVM, no âmbito do exercício da sua atividade fiscalizadora e sancionadora, das investigações conduzidas e penalidades impostas pelo autorregulador deve ser mantida na Minuta B, e interpretada como um "poder-dever".
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – inclusão de nova hipótese de ressarcimento não existente na instrução atual (art. 38)</p>	<ul style="list-style-type: none"> O dispositivo que inclui nova hipótese de ressarcimento deve ser removido da Minuta B. Alternativamente, o dispositivo deve ser alterado para ressaltar que o ressarcimento não será devido quando o investidor tiver anuído ou autorizado a realização da operação.
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – inclusão de nova disposição no sentido de que a demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita (art. 42, §1º)</p>	<ul style="list-style-type: none"> O dispositivo que prevê que a demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita deverá ser removido da Minuta B.
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – alteração do limite de indenização no caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário (arts. 38 e 39)</p>	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deve ser alterada para refletir a atual previsão contida na Instrução CVM nº 461 de ressarcimento de prejuízos por meio de MRP no caso de intervenção e liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil; e Deve ser mantido como limite de ressarcimento para todas as hipóteses previstas na regulamentação a quantia a ser prevista pelo autorregulador no respectivo regulamento do MRP.
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – criação de nova situação de recurso para o reclamante sem correspondente direito para a reclamada (art. 42, §2º)</p>	<ul style="list-style-type: none"> O dispositivo que cria mais um recurso em favor do reclamante deve ser alterado para prever que os recursos contra decisões desfavoráveis no âmbito do MRP também podem ser interpostos à CVM pela reclamada.
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – não correção de distorções existentes no atual regime de MRP</p>	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deverá passar a prever que, caso o reclamante apresente recurso à CVM, a reclamada poderá se manifestar a respeito dos argumentos levantados; A Minuta B deverá passar a prever que a reclamada poderá se manifestar sobre o relatório da área técnica que opina pela procedência ou improcedência do recurso do reclamante; e A Minuta B deverá passar a prever que a reclamada poderá se manifestar sobre a decisão da CVM, especialmente quando a decisão for proferida com base em fatos e argumentos novos.
<p>Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – falta de previsão</p>	<ul style="list-style-type: none"> A Minuta B deverá conter previsão sobre a destinação a ser conferida ao

sobre o tratamento a ser dado ao patrimônio do MRP	patrimônio atualmente mantido no MRP. A CVM e os diversos agentes afetados deverão estudar conjuntamente uma proposta para tratamento desses recursos, bem como a regulação do MRP em um ambiente de concorrência entre autorreguladores.
Minuta C	
<i>Best Execution</i> (arts. 19, caput e 20, III)	<ul style="list-style-type: none"> • A aferição do cumprimento das regras de <i>best execution</i> por parte do intermediário não deve ser realizada casuisticamente (com base em cada operação específica). O intermediário deve formular política com os critérios e regras aplicáveis à execução das ordens de seus clientes e é com base nesses critérios que deve ser avaliada o atendimento ao dever de <i>best execution</i>. Tal política deverá ser revista periodicamente e o cliente deverá conhecer e ter acesso ao seu teor, bem como expressar consentimento com as regras ali previstas. • Não deve haver qualquer diferenciação regulamentar quanto ao tratamento a ser dado para as ordens de investidores qualificados ou de varejo. • Deve ser acrescentado à Minuta C dispositivo prevendo que eventual descumprimento do dever de melhor execução atribuído à latência não poderá ser imputado ao intermediário se ele tiver intermediado a operação utilizando-se dos sistemas e controles disponíveis, adequados e aprovados pelos clientes.
<i>Best Execution</i> (art. 30, §2º)	<ul style="list-style-type: none"> • O dispositivo está vago. A norma precisa esclarecer quais seriam os benefícios auferidos que não poderiam ser considerados pelos intermediários para embasar decisões a respeito da melhor execução possível de ordens dos seus clientes.

186. Salvo pelas mudanças de cunho estrutural, as demais propostas de ajustes acima descritas a serem incorporadas nas Minutas A, B e C encontram-se consolidadas no quadro Anexo I à presente manifestação.

187. Como se nota, as propostas apresentadas pela XP na presente manifestação tiveram como objetivo viabilizar a modernização do mercado e corrigir distorções que, no seu entender, não privilegiam os interesses do mercado como um todo.

188. Nesse contexto, entendemos ser de suma importância que a CVM dê concretude aos princípios previstos na Lei da Liberdade Econômica, conferindo aos

particulares a liberdade necessária para empreender e investir. Os impactos decorrentes das falhas identificadas nas Minutas poderão ser prejudiciais ao desenvolvimento e abertura do mercado de capitais, de modo que a Autarquia precisa avaliar cuidadosamente a oportunidade e conveniência de implementar as sugestões referidas na presente manifestação.

Sem mais para o momento, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,



XP Investimentos CCTVM S.A.

ANEXO I – PROPOSTAS DE AJUSTES ÀS MINUTAS A, B E C

Artigo	Redação proposta pela CVM	Redação proposta pela XP
Minuta A		
Art. 67	<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 ou o volume financeiro dos valores mobiliários transacionados não seja inferior ao calculadao e divulgadao pela respectiva entidade administradora de mercado organizadoentidade 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>
Minuta B		
Art. 8º	<p>Art. 8º. A entidade autorreguladora deve supervisionar:</p> <p>I – as operações realizadas nos mercados organizados e infraestruturas do mercado 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 infraestruturas do mercado</p>	<p>Art. 8º. A entidade autorreguladora deve supervisionar:</p> <p>I – as operações realizadas no âmbito dos nos mercados organizados e nas infraestruturas do mercado financeiro operados pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura do mercado financeiro a ela associadas;</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</p>

	<p>financeiro mediante a existência de arranjos contratuais nesse sentido.</p>	<p>respectivas infraestruturas do mercado financeiro mediante a existência de arranjos contratuais nesse sentido.</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>Art. 10</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>§ 1º Mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação.</p>
<p>Art. 38</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,</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</p>

	<p>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>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>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>V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e</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>Art. 39</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>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>Art. 42</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</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>§ 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>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 equivalentes de recursos no âmbito de processos de mecanismo de ressarcimento de prejuízos administrados pela entidade autorreguladora.</p>
<p>Art. 51</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>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>
Minuta C		
<p>Art. 19, §1º e 2º</p>	<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,</p>	<p>Art. 19. O intermediário deve executar as ordens de acordo com as condições estabelecidas em suas regras, procedimentos e controles internos nas melhores condições que o mercado permita, desde que iguais ou melhores que as indicadas pelo cliente.</p>

	<p>a rapidez, a probabilidade 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>§ 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, na forma das suas regras, procedimentos e controles internos.</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>§ 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 cliente poderá aceitar que suas ordens sejam preteridas em determinadas situações excepcionais desde que (i) seja assinado termo de ciência específico; (ii) ele seja investidor qualificado, nos termos da regulamentação aplicável; e (iii) a política do intermediário preveja a possibilidade de preterimento.</p> <p>§ 5º 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</p>
--	---	---

		infraestrutura compatíveis com a natureza da atividade realizada.
--	--	---