



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 9/19 – Processo CVM SEI nº 19957.002618/2016-17

Objeto: alterações normativas que dispõem sobre a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários; sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado; e sobre o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (**best execution**).

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 9/2019 e apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹.

A audiência teve como objeto as seguintes minutas de novas instruções:

(a) Minuta A, que propôs nova redação para a Instrução CVM 461, introduzindo novas disposições na regulamentação sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e sobre a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado;

(b) Minuta B, que propôs nova regulamentação acerca da constituição, organização e funcionamento de autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários; e

(c) Minuta C, que, principalmente, propôs alterações na Instrução CVM 505 para dispor sobre o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório às Resoluções editadas, cujo objetivo é facilitar a compreensão das conclusões da Autarquia em relação às sugestões recebidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

negociação (**best execution**).

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores², razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes apenas de redação não estão citados, mas foram levados em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Tendo em vista o Decreto 10.139, de 19 de novembro de 2019, a proposta definitiva da resolução originada da Minuta A inclui no inciso XV do art. 2º e nos Anexos Normativos I a III, respectivamente, a revisão e consolidação, com ajustes pontuais que não acarretam alteração de mérito, da Nota Explicativa CVM 24, da Instrução CVM 283, da Instrução CVM 467 e da Instrução CVM 330.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

1.	<i>Participantes da audiência pública</i>	5
2.	<i>Comentários à Minuta A</i>	6
2.1.	<i>Consolidação de dados (item 2 do edital da audiência pública)</i>	6
2.2.	<i>Definições (art. 2º)</i>	11
2.3.	<i>Categorias de mercados organizados de valores mobiliários (art. 4º)</i>	17
2.4.	<i>Divisão dos mercados organizados em segmentos de listagem e de negociação (art. 7º)</i>	18
2.5.	<i>Material informativo ou publicidade (art. 8º)</i>	18
2.6.	<i>Atividades das entidades administradoras de mercados organizados (arts. 11 a 13)</i>	19
2.7.	<i>Deveres das entidades administradoras de mercado organizado (arts. 14 a 19)</i>	22
2.8.	<i>Sincronização de relógios (arts. 17 e 57, atual art. 84)</i>	23
2.9.	<i>Regras de conduta (art. 18)</i>	30

² http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

2.10. Mecanismos e regras estabelecidos entre as entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestruturas de mercado financeiro (art. 19)	31
2.11. Organização das entidades administradoras de mercado organizado (arts. 20 e 21)	32
2.12. Conselho de Administração (arts. 26 e 27, atuais arts. 27 e 28).....	33
2.13. Comitê de auditoria (arts. 29 a 31, atuais arts. 30 a 32)	34
2.14. Auditoria interna (art. 32, atual art. 33)	35
2.15. Diretor geral (art. 33, atual art. 34)	37
2.16. Exercício social e demonstrações financeiras (arts. 37 e 40, atuais arts. 38 e 41).....	37
2.17. Informações de divulgação obrigatória (arts. 38 a 41, atuais arts. 39 a 42)	38
2.18. Capital social (arts. 44 a 45, atuais arts. 45 e 46)	57
2.19. Exclusão da vedação a operações com liquidez oculta (art. 50, atual art. 77)	58
2.20. Condições para admissão de participantes (arts. 56 e 57, atuais arts. 83 e 84)	60
2.21. Admissão de valores mobiliários à negociação (art. 60, atual art. 87).....	61
2.22. Listagem de emissores e admissão de valores mobiliários à negociação (arts. 61 e 62, atuais arts. 88 e 89)	62
2.23. Permissão para a negociação de um mesmo valor mobiliário em mais de uma categoria de mercado organizado (art. 63, atual art. 90)	71
2.24. Admissão à negociação em mercado organizado de outros ativos (art. 64, atual art. 91)	74
2.25. Negociação de valores mobiliários listados fora de mercado organizado (art. 66, atual art. 94)	75
2.26. Negociação de grandes lotes de valores mobiliários (art. 67, atual art. 95)	80
2.27. Suspensão e exclusão de valores mobiliários (arts. 68 a 71, atuais 96 a 99).....	102
2.28. Procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos (arts. 72 a 74, atuais arts. 101 a 103)	105
2.29. Plano de continuidade de negócios (arts. 75 a 77, atuais arts. 104 a 106)	110
2.30. Sistemas críticos (art. 79, atual art. 107)	114



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

2.31. Segurança da informação (art. 80, atual art. 108).....	116
2.32. Programa de segurança cibernética (art. 82, atual art. 110)	118
2.33. Comunicação de incidentes relevantes (arts. 83 e 84, atuais arts. 111 e 112)	119
2.34. Contratação de serviços relevantes (art. 86, atual art. 114)	120
2.35. Mercado de Bolsa: Regras de Negociação (arts. 91 a 95, atuais arts. 119 a 123).....	121
2.36. Mercado de balcão organizado (arts. 96 a 108, atual arts. 142 a 155).....	129
2.37. Pedido de autorização para funcionamento como entidade administradora de mercado organizado (arts. 109 a 116, atuais arts. 156 a 166).....	139
2.38. Autorização para instalação de telas de sistemas de negociação multilaterais estrangeiros (arts. 120 a 126, atuais arts. 167 a 173)	144
2.39. Cancelamento da autorização de funcionamento (arts. 127 a 130, atuais arts. 174 a 177). 147	
2.40. Atos dependentes de aprovação prévia pela CVM (art. 133, atual art. 180).....	150
3. Comentários à Minuta B	150
3.1. Obrigatoriedade de vinculação à autorregulação unificada (art. 3º).....	150
3.2. Formas de vinculação à entidade autorreguladora (art. 3º)	159
3.3. Processo de vinculação à entidade autorreguladora (arts. 6º e 7º)	165
3.4. Competências da autorregulação unificada (arts. 3º, 8º a 15, e art. 52)	173
3.5. Autonomia funcional e orçamentária (arts. 17 a 21)	185
3.6. Código de conduta e políticas obrigatórias (arts. 22 e 23)	188
3.7. Principais órgãos da entidade autorreguladora (art. 16)	188
3.7.1. Assembleia geral (art. 24)	190
3.7.2. Criação de um conselho fiscal (item 3.3 do Edital)	192
3.7.3. Composição do conselho de autorregulação (arts. 25 a 31)	193
3.7.4. Definição de conselheiro independente (caput e §§ 1º e 2º do art. 28)	199
3.7.5. Diretor de autorregulação (arts. 32 a 34)	203



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

3.8. Unificação do MRP (arts. 37 a 44).....	204
3.9. Alteração do funcionamento do MRP (item 3.4 do Edital)	209
3.10. Taxa de administração do MRP (art. 48).....	218
3.11. Penalidades (art. 51).....	219
3.12. Regulamento processual e termos de compromisso (inciso III do art. 53).....	219
3.13. Divulgação de informações (art. 54)	222
3.14. Cronograma de adaptação (art. 56)	223
3.15. Entrada em vigor da norma (art. 58)	226
4. Comentários à Minuta C	226
4.1. Alteração do art. 19 da Instrução CVM 505, atual art. 20 da Resolução CVM 35 (art. 1º)....	226
4.2. Alteração do Art. 20 da Instrução CVM 505, atual art. 21 da Resolução CVM 35 (art. 1º) ...	240
4.3. Inclusão dos arts. 21-A e 21-B na Instrução CVM 505, atual Resolução CVM 35 (art. 2º).....	244
4.4. Alteração do art. 30 da Instrução CVM 505, atual art. 31 da Resolução CVM 35 (art. 1º)....	245
5. Versão definitiva de Resolução	247

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira de Criptoeconomia (ABCRIPTO); (ii) Associação Brasileira de Fintechs (ABFINTECHS); (iii) Absoluto Partners Gestão de Recursos Ltda. e Dynamo Administração de Recursos Ltda. (Absoluto e Dynamo); (iv) Adair Gracioli; (v) Alexandre Alves Araújo; (vi) Albus Hedge Consultoria Econômica (Albus Hedge); (vii) Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC); (viii) Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA); (ix) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD); (x) André Luis Ferreira da Silva Bacci (André Bacci); (xi) Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC); (xii) ATS Brasil S.A.(ATS); (xiii) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão e BSM Supervisão de Mercados (B3 e BSM); (xiv) BBCE – Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(BBCE); (xv) Bloomberg L.P. e afiliadas (Bloomberg); (xvi) CFA Society Brazil (CFA); (xvii) Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões Advogados (Chediak Advogados); (xviii) Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (SEAE/ME); (xix) CSD Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. (CSDBR); (xx) FIA Principal Traders Group (FIA PTG); (xxi) Apex Capital Ltda., BC Gestão de Recursos Ltda., Claritas Administração de Recursos Ltda., Constellation Investimentos e Participações Ltda., Kapitalo Investimentos Ltda., Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda., Pacifico Gestão de Recursos Ltda., Sharp Capital Gestora de Recursos Ltda., STK Capital Gestora de Recursos Ltda., Tork Capital Gestão de Recursos Ltda., Velt Partners Investimentos Ltda. e Verde Asset Management S.A. (Grupo de Gestoras); (xxii) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); (xxiii) Jocelino Santos; (xxiv) José Ribamar Penha; (xxv) LGBTheusa; (xxvi) Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda. (MB); (xxvii) Núcleo de Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito SP (MFCap); (xxviii) Optiver; (xxix) Renan Alberto Ulrich; (xxx) SL Tools Serviços de Informações Ltda. (SL Tools); (xxxi) TAG Tecnologia para o Sistema Financeiro S.A. (TAG); (xxxii) Thierry Rijper; (xxxiii) UBS Brasil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (UBS); (xxxiv) The World Federation of Exchanges (WFE); (xxxv) XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (XP).

As manifestações encaminhadas por Adair Gracioli, Alexandre Alves Araújo e Renan Alberto Ulrich foram consideradas fora do escopo da audiência pública por não terem como objeto as minutas de normas propostas. Em função disso essas manifestações não foram comentadas neste relatório.

2. Comentários à Minuta A

2.1. Consolidação de dados (item 2 do edital da audiência pública)

No edital da audiência pública, a CVM informou que optou por não determinar a obrigatoriedade da existência de um consolidador oficial.

Alguns Hedge, ANBIMA, ANCORD, B3, BSM e WFE concordam com a proposta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM consideram que a decisão da CVM está em linha com o modelo previsto na Europa e que está refletido na MiFID II. De acordo com a B3 e a BSM, a competição entre diferentes consolidadores de dados permite que a oferta de dados consolidados seja realizada com alto nível de inovação e sofisticação.

Não obstante, entendem que a CVM deveria regular a atividade de consolidação de dados e a concessão de autorização ou reconhecimento dos consolidadores. Para B3 e BSM, essa regulação não deveria impor limitação ao tipo de instituição autorizada, dado que as próprias bolsas, caso cumpram determinados requisitos mínimos, poderiam oferecer os dados consolidados.

WFE, por sua vez, cita as revisões em curso dos modelos americano e europeu quanto à consolidação de dados de mercado e manifesta que os debates nessas jurisdições indicam que a decisão quanto ao tratamento regulatório da consolidação de dados demanda um exame cuidadoso das estruturas de mercado, dos potenciais de uso, das tecnologias disponíveis e dos custos e benefícios econômicos envolvidos.

Por esse motivo, WFE apoia a decisão da CVM, já que é desejável que a consolidação de dados seja exercida por fornecedores em um ambiente competitivo, de forma a atender às necessidades dos investidores e participantes do mercado de maneira adequada. WFE entende que projetar uma estrutura para a consolidação obrigatória de dados seria prematuro, em função da incerteza sobre como se desenvolverá a concorrência entre as infraestruturas do mercado brasileiro e o que isso implicará para as estruturas e práticas do mercado.

ANCORD afirma que a obrigatoriedade de existência de consolidador oficial de informações depende do modelo de melhor execução de ordens adotado em cada jurisdição. A participante entende que o consolidador de dados costuma ser mais útil quando o regime de melhor execução adotado segue o modelo prescritivo, no qual são escolhidos um ou poucos critérios para balizar o dever dos intermediários de executar as ordens no melhor interesse dos seus clientes (nomeadamente, o preço), tal como ocorre nos Estados Unidos, por exemplo.

ANCORD salienta que o regime de melhor execução adotado na nova redação proposta na Minuta C para o § 1º do art. 19 na Instrução CVM 505 (atual art. 20 da Resolução CVM 35) segue o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

modelo complexo, semelhante ao europeu, no qual são indicados diversos critérios para embasar o dever de melhor execução (preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume e a natureza da transação).

ANCORD entende que esse regime é adequado e deve ser mantido, pois os benefícios do sistema americano não são evidentes e vêm sendo contestados. Ressalta também que uma mudança para o regime americano implicaria em diversos custos de adaptação dos sistemas dos intermediários e das entidades administradoras de mercado organizado.

ANBIMA também considera pertinente não determinar a obrigatoriedade da existência de um consolidador oficial e concorda com a CVM que o regime informacional estabelecido para as entidades administradoras de mercado organizado favorece a prestação desses serviços por instituições provedoras de informações. No entanto, compreende que há necessidade de definir padrões e diretrizes mínimas para que as informações sejam disponibilizadas em formato adequado para o uso por esses provedores. Entende também que, frente a possíveis riscos envolvidos na prestação desse serviço, seria adequado estabelecer critérios e requisitos passíveis de avaliação por auditoria especializada independente.

Alguns Hedge entende que a fita consolidada seria necessária apenas quando surgir uma competição entre bolsas, já que ela seria útil para os intermediários que adotarem o preço como referencial para o regime de melhor execução de ordens. Não obstante, afirma que a regulamentação da função neste momento facilitaria a implantação posterior, caso seja necessário.

Alguns Hedge salienta que a norma não aborda qual seria a solução caso não haja interessados em realizar a tarefa, como vem ocorrendo na Europa. O participante entende que esta possibilidade precisa ser tratada na regulamentação, inclusive prevendo a possibilidade de desistência caso exista um único prestador de serviço.

Considerando que a experiência internacional para um ambiente de múltiplas bolsas competindo aponta para a necessidade de ao menos um consolidador e que a ausência deste provedor pode causar riscos para a aplicação da regra de **best execution**, Alguns Hedge sugere que a atividade seja regulamentada em norma específica que preveja requisitos mínimos necessários para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o desempenho da atividade, características esperadas para a fita consolidada (tais como latência e representatividade), hipóteses de conflito de interesse, regras para o fornecimento de informações pelas entidades administradoras de mercado organizado, regras de concorrência entre agentes consolidadores da fita de preços e ofertas.

Para o participante, a norma específica deveria indicar que o serviço deve ser prestado pela autorregulação unificada caso não haja outro agente interessado na prestação do serviço (a condição para a entrada de um agente consolidador da fita de preços e ofertas seria a aquisição da estrutura montada pela entidade autorreguladora e a indenização dos investimentos realizados).

Alguns Hedge também sugere que a Minuta C inclua dois novos parágrafos no art. 19 da Instrução CVM 505 (atual art. 20 da Resolução CVM 35), prevendo que: (a) para a execução de ordens com ativos negociados em mais de um mercado organizado também pode ser considerado o referencial de preços de ofertas que é fornecido pela fita consolidada, se esta estiver disponível, caso a condição esteja prevista nas regras de negociação do intermediário; e (b) a previsão de uso da fita consolidada como referencial de preços é vedada se o intermediário for direta ou indiretamente relacionado ao agente consolidador da fita de preços e ofertas.

Propõe também que a Minuta C inclua um art. 20-A na Instrução CVM 505 (atual Resolução CVM 35) estabelecendo que as ordens relativas a valores mobiliários negociados em mercado de bolsa, quando executadas em mercado de balcão organizado, devem resultar em condições para o cliente que sejam iguais ou melhores do que as disponíveis na fita consolidada.

ATS, por sua vez, entende que existem fatores positivos e negativos em ambos os modelos atualmente observados em outras jurisdições (agente único consolidador x solução descentralizada via agentes de mercado). Por esse motivo, aponta que o mais importante na transição para um modelo de mercado concorrencial será a capacidade da CVM de monitorar se os benefícios do modelo escolhido estão sendo observados na prática e, caso não sejam, estar apta a fazer ajustes necessários.

Apesar de acreditar que um consolidador oficial seria mais benéfico para o mercado, por trazer maior transparência, servir como base oficial de informação para fins regulatórios e baratear



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o acesso dos participantes de mercado aos dados consolidados, ATS entende que por ora é válida a opção da CVM de que a consolidação seja realizada por entidades independentes, inclusive pelo risco de não se achar um agente disposto a ser o centralizador oficial, como se observa, por exemplo, em mercados europeus.

ATS entende ainda que a CVM deve estar atenta às políticas de distribuição de dados das bolsas, de forma que essas não inviabilizem qualquer modelo de consolidação de dados com cobranças excessivamente altas, seja dos provedores ou dos usuários finais.

ABFINTECHS defende que os dados de mercado devem estar disponíveis gratuitamente ao público. Para a ABFINTECHS, em cenário de concorrência entre diversas entidades administradoras de mercado organizado, o melhor modo de disseminação das informações seria por meio da criação da obrigação legal de essas entidades divulgarem os dados brutos ao público, abrindo espaço para que haja concorrência livre para a consolidação descentralizada dos dados de mercado.

De acordo com a participante, essa proposta estaria em linha com o que vem sendo discutido nos Estados Unidos, que pretende substituir o modelo de consolidador oficial por um modelo descentralizado com consolidadores competidores.

André Bacci entende que os dados com característica de bem público provavelmente vão precisar de regulamentação para sua disponibilização e eventual utilização. O participante acredita que essa regulamentação poderia ser desenvolvida envolvendo as seguintes fases, para facilitar sua implementação: (a) criação de um sistema central de preços, consolidado, na eventual situação de múltiplas bolsas no Brasil; (b) obrigação de análise quantitativa e qualitativa de negociação de cada bolsa em relação ao sistema central de preços consolidados; e (c) eventual obrigação de considerar o preço central consolidado como critério para roteamento de ordens.

O participante também acredita que os dados online consolidados, de uso exclusivo de bolsas e corretoras provavelmente exigirão regulamentação específica, inclusive na questão de seus custos e financiamentos. Andre Bacci sugere que essa regulamentação seja feita no âmbito da autorregulamentação, devendo os eventuais terceiros interessados nos dados ser atendidos em bases comerciais competitivas, com custos transparentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A decisão regulatória de não determinar a existência de um consolidador oficial de dados foi mantida, tendo em vista, inclusive, que a maioria das manifestações recebidas apresentou argumentos favoráveis a essa decisão.

Não foram acatadas, contudo, as sugestões para a regulamentação da atividade de consolidação de dados, por se entender que os requisitos mínimos da fita consolidada utilizada pelos intermediários podem ser estabelecidos pela autorregulação e que a regulamentação da atividade pela CVM, neste momento, poderia dificultar o surgimento de soluções de mercado e a oferta desse serviço pelos interessados.

2.2. Definições (art. 2º)

ABCRIPTO e MB sugerem que o conceito de mercado regulamentado seja reincluído na norma e que o inciso I do art. 2º (atual inciso VIII) incorpore, dentro desse conceito, a referência a outros mercados e plataformas de negociação que vierem a ser definidos como tal pela regulamentação específica.

De acordo com as participantes, o objetivo seria viabilizar o surgimento de outras infraestruturas do mercado financeiro não constituídas sob a forma de mercado organizado e que, também, não se enquadrem como mercado de balcão não organizado. Em consequência, sugerem ajustes na redação do Capítulo II da norma (que trata dos mercados de balcão não organizados).

ABCRIPTO e MB alegam que, atualmente, há uma pluralidade de novas infraestruturas do mercado financeiro que desempenham atividades que se tornaram essenciais ao funcionamento, estabilidade e hígidez do mercado financeiro e de capitais, como é o caso do surgimento das entidades registradoras, de forma que se faz cada vez mais necessário ter uma regulamentação flexível o suficiente para receber essas novas infraestruturas.

ABCRIPTO e MB defendem que no âmbito internacional há exemplos de plataformas de negociação alternativas com maior ou menor grau de controle em mercados mais ou menos fragmentados, com efeitos positivos sobre a concorrência, preços de serviços e pluralidade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

atividades prestadas. Para a ABCRIPTO e MB é salutar e necessária a regulamentação de novas plataformas de negociação, dado o cenário cada vez mais diverso propiciado por plataformas de investimento participativo (**crowdfunding**) e plataformas de negociação de criptoativos no mercado brasileiro.

As participantes afirmam que no relatório final “**Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms**”, de 2020, a IOSCO indicou que essas infraestruturas devem ser consideradas e reguladas, na medida de suas necessidades e das competências dos órgãos reguladores e submeteu a debate os princípios que deveriam ser observados por essas novas modalidades de plataformas de negociação.

ABCRIPTO e MB compreendem que a regulamentação dessas atividades deve ser principiológica, dando às entidades o poder de estabelecer regras e procedimentos de funcionamento e operação, para não coibir inovações. Sugerem, alternativamente, que o controle da CVM seja efetuado por meio da revisão e autorização dos regulamentos e regras, conforme já acontece hoje nas aprovações de regulamentos e normas dos mercados organizados.

As sugestões não foram acatadas. O conceito de mercado regulamentado já está presente na norma no atual inciso VIII do art. 2º. Esse dispositivo estabelece a estrutura e o ordenamento dos ambientes de negociação ou de registro ao indicar que são mercados regulamentados os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados.

Qualquer entidade administradora que vier a atuar no mercado de valores mobiliários deve observar as normas referentes à categoria em que os mercados por ela administrados se enquadrem, conforme suas características de operação, tipos de valores mobiliários negociados e público-alvo visado.

Essas normas foram desenvolvidas para promover a proteção dos investidores, e a higidez, segurança e o desenvolvimento ordenado dos mercados organizados. Embora as exigências colocadas sejam consideradas importantes para o alcance desses objetivos, a norma também reconhece que devem existir mecanismos de flexibilização para que a inovação e a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

concorrência não sejam inibidas. São exemplos, as flexibilizações colocadas no § 4º do art. 9º, no parágrafo único do art. 40 (atual art. 41), e nos arts. 105 a 107 (atuais arts. 152 a 155).

Tendo em vista que a definição de “mercado organizado de valores mobiliários” contida no inciso II do art. 2º (atual inciso VI) inclui não só o ambiente destinado à negociação, mas também aquele destinado ao registro de operações previamente realizadas, B3 e BSM propõem aperfeiçoamentos na redação: (a) do **caput** e inciso II do parágrafo único do art. 15 (atual § 1º); (b) da alínea “c” do inciso XI do art. 33 (atual art. 34); (c) do inciso I do art. 35 (atual art. 36); (d) da alínea “c” do inciso II do art. 38 (art. 39); (e) do **caput** do art. 54 (atual art. 81); (f) do **caput** e incisos I e IV do § 1º do art. 58 (atual art. 85); e (g) do inciso II do art. 109 (atual art. 156), para incluir menção à atividade de registro de operações previamente realizadas.

A sugestão foi considerada pertinente e foram feitos os ajustes propostos na redação da norma.

Cabe observar que se optou por alterar a redação do **caput** do art. 35 (atual art. 36). Tendo em vista que esse dispositivo modificou o comando existente no art. 29 da Instrução CVM 461, a redação final do **caput** do art. 36 esclarece que o diretor geral pode fornecer ao conselho de administração informações sobre as matérias indicadas nos incisos I a III, mas de forma agregada, tendo em vista as atribuições desse órgão.

Assim, foi mantida a vedação atual para que o diretor geral forneça a membros do conselho de administração informações detalhadas sobre as matérias indicadas nos incisos I a III que ainda não tenham sido divulgadas ao público.

CSDBR entende que as Minutas A e B classificaram as entidades registradoras tanto como entidades administradoras de mercado organizado, quanto como entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CSDBR ressalta, entretanto, que a Instrução CVM 617 (atual Resolução CVM 50) atribuiu às entidades registradoras uma nomenclatura mais correta ao incluí-las de forma permanente e uniforme no conceito de entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro. Salaria que a Minuta A não dá tratamento às entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.

Em razão do exposto, sugere que o inciso II do art. 2º (atual inciso VII) seja alterado para indicar que o mercado organizado também abrange o ambiente físico ou sistema eletrônico destinado à liquidação e a constituição de ônus e gravames envolvendo valores mobiliários, que envolve pelo menos uma entidade operadora de infraestrutura de mercado financeiro.

A sugestão não foi acatada. A Minuta A regulamenta o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição e atuação das entidades administradoras de mercado organizado. Essa finalidade e escopo da norma não são modificadas pelo fato de as entidades administradoras de balcão organizado poderem, em alguns casos, exercer atividades de registro que também as enquadram como entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro.

Ressalta-se que a norma indica no art. 97 (atual art. 143) que a autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas equivale à permissão para a prestação do serviço de registro de valores mobiliários de que tratam o § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e o art. 28 da Lei 12.810, de 2013.

Tendo em vista que as entidades administradoras de mercado organizado podem oferecer outros ambientes e sistemas não relacionados a valores mobiliários, B3 e BSM propõem a substituição da expressão “mercados por ela administrados” por “mercados organizados de valores mobiliários por ela administrados” na definição de participante prevista no inciso III do art. 2º (atual inciso IX).

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida na versão final da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CSDBR sugere que a definição de cliente do inciso VIII do art. 2º (atual inciso II) se refira a “comitente final” e não a “investidor”, em conformidade com a Instrução CVM 505.

A sugestão não foi acatada. A norma não trata da intermediação de operações com valores mobiliários nos mercados regulamentados. Por esse motivo, adotou-se a definição de cliente colocada na Instrução CVM 607 (atual Resolução CVM 50) e não a definição existente na Instrução CVM 505 (atual Resolução CVM 35).

B3 e BSM sugerem que se substitua, na definição de planos de continuidade de negócios do inciso X do art. 2º (atual inciso X), a expressão “planos escritos de ação que definem os procedimentos e sistemas” por “planos que descrevem as ações e os procedimentos”.

As participantes acreditam que a alteração evitaria conflitos de interpretação e daria maior clareza sobre o conteúdo desses planos, uma vez que “planos de ação” podem ser entendidos como aqueles destinados a solucionar uma situação específica e não planos gerais e descritivos de ações a serem tomadas para a continuidade dos negócios.

Não se compreendeu necessário acatar a sugestão, tendo em vista que o art. 75 (atual art. 104) delimita de forma clara o objetivo e o conteúdo dos planos de continuidade de negócios.

Para evitar conflito normativo, B3 e BSM propõem que a expressão “dados sensíveis”, presente no inciso XII do art. 2º (atual inciso IV) seja substituída por “dados confidenciais”, uma vez que a legislação de proteção de dados (Lei 13.709/2018) utiliza a nomenclatura com outra acepção, para se referir aos dados pessoais que trazem a possibilidade de expor a intimidade do indivíduo de forma mais extensa.

Pelo mesmo motivo, TAG propõe que a expressão “dados sensíveis” seja substituída por “dados protegidos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões não foram acatadas. A norma esclarece no **caput** do art. 2º que o conceito de “dado ou informação sensível” presente no inciso IV desse artigo é adotado para fins exclusivos da norma.

Além disso, deve-se observar que, diferentemente da Lei nº 13.709, de 2018, a norma inclui, dentro do conceito de dado ou informação sensível, as informações relativas a pessoas jurídicas, uma vez que o parágrafo único do art. 108 indica que a entidade administradora deve classificar como sensíveis as informações de clientes de participantes de seus mercados administrados.

B3 e BSM sugerem que a definição de “serviços relevantes” do inciso XIII do art. 2º (atual inciso XII) seja ajustada para indicar que o conceito se refere aos serviços essenciais e diretamente relacionados aos processos críticos de negócio, dado que um mesmo fornecedor pode ser responsável por mais de um serviço.

A sugestão foi considerada pertinente por conferir maior clareza quanto ao alcance da norma. Assim, foram feitos ajustes que a nosso ver atendem à preocupação das participantes. Em consequência, foi realizada alteração na Instrução CVM 505 que também utilizava a expressão “serviços relevantes” ao tratar dos mesmos assuntos objeto do inciso XIII do art. 2º (atual inciso XII).

B3 e BSM sugerem que a definição de sistemas críticos do art. 78 seja colocada no art. 2º, de forma a consolidar todos os conceitos previstos na norma em um único artigo.

A sugestão foi considerada pertinente e foi feito o ajuste sugerido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.3. Categorias de mercados organizados de valores mobiliários (art. 4º)

O art. 4º estabelece critérios que serão levados em conta pela CVM para diferenciar os mercados de bolsa e os mercados de balcão organizado.

B3 e BSM sugerem que as características previstas nos incisos I e III do art. 4º, que envolvem atividades que somente podem ser exercidas no mercado de balcão organizado, sejam transferidas para o parágrafo único que trata de forma específica desse assunto. De acordo com as participantes, com essa alteração, os elementos fundamentais para a distinção dos mercados de bolsa e de balcão organizado ficariam colocados no **caput** e, no parágrafo único, seriam previstas as funcionalidades e características que apenas podem existir no mercado de balcão organizado.

A sugestão não foi acatada por se considerar que a redação proposta não promove maior clareza sobre o assunto.

CSDBR entende que a definição de mercado de bolsa e de balcão organizado do art. 4º foi feita por exclusão, o que daria margem a interpretações distintas e torna a definição dependente de variáveis subjetivas. Assim, propõe que se estabeleça uma definição segregada de mercado de bolsa e de mercado de balcão organizado.

A proposta não foi acatada. O art. 4º não se propõe a definir os mercados de bolsa e de balcão organizado, dado que essa definição já se encontra presente nos arts. 88 (atual art. 116) e 96 (atual art. 142).

O objetivo do art. 4º é estabelecer as características que servem de critério, pela CVM, para distinguir esses dois mercados, uma vez que a forma de operação desses mercados pode ser idêntica, mas as exigências a eles aplicáveis são distintas. Não obstante, a redação do **caput** do artigo foi aprimorada para ressaltar que os incisos listam essas características e alinhar a redação com o art. 5º, que prevê a possibilidade de a CVM determinar a transformação do mercado de balcão em mercado de bolsa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.4. Divisão dos mercados organizados em segmentos de listagem e de negociação (art. 7º)

BBCE indica que o art. 7º não menciona a atividade de registro ao tratar dos segmentos em que os mercados organizados podem ser subdivididos. Aponta que essa atividade só é mencionada a partir do art. 99 (atual art. 145), e que a norma deveria incluir a atividade de registro no art. 7º.

Na mesma linha, CSDBR propõe que a redação do art. 7º seja modificada para subdividir o mercado organizado em listagem, negociação e registro. CSDBR afirma que o mercado de derivativos de balcão atual é, essencialmente, ambiente de registro e não estaria contemplado na definição do art. 7º.

As sugestões não foram acatadas. O art. 7º somente se destina a autorizar que as entidades administradoras – levando em conta suas estratégias operacionais e comerciais – possam organizar seus ambientes de negócios em segmentos de listagem ou de negociação.

O registro de operações previamente realizadas consiste apenas em uma das formas expressamente admitidas de operação dos mercados de balcão organizado, conforme indicam o inciso I do art. 2º (atual inciso VII) e o inciso IV do art. 96 (atual art. 142).

2.5. Material informativo ou publicidade (art. 8º)

B3 e BSM sugerem que o **caput** do art. 8º seja excluído, pois não haveria benefício claro na exigência de identificação, no material, da natureza do mercado a que se refere (bolsa ou balcão organizado), uma vez que todo material informativo ou publicidade relativo a mercados organizados deve atender aos princípios estabelecidos pela CVM no § 1º do art. 8º de clareza, completude e veracidade da informação.

A sugestão não foi acatada. A norma submete os mercados organizados de bolsa e de balcão a regras diferenciadas que podem ter repercussão sobre a decisão dos investidores, tal como a obrigatória existência de mecanismo de ressarcimento de prejuízos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Aproveita-se para indicar que a versão final da norma inclui duas alterações nos §§ 1º e 2º do art. 8º, qual sejam: (a) inclusão do inciso IV no § 1º para prever a necessidade do envio do material publicitário à SMI, na mesma data de sua divulgação; e (b) ajustes de redação no § 2º, inclusive para prever que as exigências da SMI quanto à correção ou cessação de publicidade devem necessariamente incluir a motivação da decisão.

2.6. Atividades das entidades administradoras de mercados organizados (arts. 11 a 13)

B3 e BSM sugerem alterações no art. 11 para que a aprovação do exercício de novas atividades pelas entidades administradoras de mercado organizado (inciso V do art. 11) seja feita com procedimento em que seria dada competência à SMI para aprovar os pedidos relacionados a atividades que não tenham impacto ou tenham impacto classificado como baixo sobre as atividades já desempenhadas pelas entidades.

No modelo sugerido pela B3 e a BSM, a avaliação de impacto seria feita pela própria entidade administradora com base em uma análise de risco e consubstanciada em relatório a ser enviado à SMI juntamente com o pedido de aprovação da nova atividade. B3 e BSM sugerem que as atividades que não representem riscos ou apresentem risco baixo à operação da entidade sejam consideradas aprovadas, caso não haja a manifestação contrária por parte da SMI no prazo de 5 dias úteis a contar da apresentação do pedido.

B3 e BSM também propõem que, no inciso V do art. 11, seja concedida competência à SMI para definir parâmetros sobre as atividades de desenvolvimento de mercado, o que contribuiria ainda para tornar as hipóteses de dispensa do pedido de autorização mais claras, trazendo mais segurança para as entidades.

Por sua vez, TAG sugere a exclusão do inciso V do art. 11 por entender que o exercício de atividade não conflitante com as determinações da norma ou que não requeira habilitação pela CVM não deve se sujeitar à autorização prévia da Autarquia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões não foram acatadas. A importância sistêmica que os mercados organizados desempenham no mercado de valores mobiliários torna importante que a CVM possa avaliar os possíveis riscos trazidos por novas atividades desenvolvidas pelas entidades administradoras e a necessidade de aprimoramento das políticas internas nos termos do inciso IX do art. 131 (atual art. 179).

Tendo em vista que o exercício de novas atividades modifica os termos da autorização para funcionamento dada pelo Colegiado da CVM, a autorização para a ampliação das atividades deve ser conferida por esse mesmo órgão.

B3 e BSM propõem alteração do inciso I do art. 11 e do inciso II do art. 35 (atual art. 36) para adequar a norma à terminologia utilizada na Instrução CVM 541 (atual Resolução CVM 31), substituindo o termo “custódia” por “serviço de registro e depósito centralizado”.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

Alguns Hedge sugere que os arts. 11 e 13 sejam modificados de forma a permitir que as entidades administradoras de mercado organizado também possam, mediante autorização prévia da CVM: (a) atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários; e (b) participar no capital de participantes dos mercados por elas administrados.

A sugestão não foi acatada, uma vez que o exercício simultâneo das atividades de administração de mercados organizados e de intermediação estaria sujeita a conflitos de interesses que não podem ser eliminados.

No modelo brasileiro, essas atividades são desempenhadas por integrantes diferentes do sistema de distribuição. Essa separação de papéis é necessária, pois permite que o adequado processo de formação de preços (que se dá no âmbito dos mercados organizados) seja assegurado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

por uma entidade que atua com independência e sem assumir posições compradoras ou vendedoras, em nome próprio ou de clientes.

Ressalta-se que a necessidade da separação dessas atividades também motiva a limitação existente no inciso I do art. 44 (atual art. 45) quanto ao percentual das ações com direito à voto de uma entidade administradora por um participante de seus mercados administrados.

TAG solicita a exclusão do art. 12 que determina que, ressalvadas as participações decorrentes de sua política de investimentos financeiros, a aquisição de participação acionária no capital de terceiros por entidade administradora de mercado organizado ou por suas controladas está sujeita à autorização prévia da CVM e somente pode se dar em sociedades que desenvolvam atividades conexas ou assemelhadas às suas.

TAG defende que a aquisição de participação acionária não caracteriza nova atividade, sendo mero ato, motivo pelo qual prescindiria da autorização da CVM prevista no inciso V do art. 11.

Salienta que o art. 12 ressalva que é possível o investimento em empresas que desempenhem atividades não conexas ou assemelhadas nos termos da política de investimentos, mas que não há como se aferir, aprioristicamente, que a aquisição de determinada participação acionária se deu nos termos de sua política de investimento ou por razões empresariais diversas.

Caso o art. 12 seja mantido, TAG pede que a autorização prévia seja exigida apenas no caso de aquisição de controle.

As sugestões não foram acatadas. As participações permanentes em outras sociedades podem caracterizar nova atividade caso a investida não desempenhe atividades conexas ou assemelhadas às da entidade administradora. Assim, a necessidade de autorização prévia pela CVM deve ser mantida inclusive nos casos em que a participação não caracterize aquisição de controle pelos motivos apresentados para negar as sugestões de modificação do inciso V do art. 11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ressalta-se que a diferenciação entre as participações permanentes em outras sociedades e as participações decorrentes da política de investimentos financeiros será realizada pela própria entidade administradora uma vez que essas participações serão contabilizadas e divulgadas nas demonstrações financeiras de formas distintas, conforme as regras contábeis.

2.7. Deveres das entidades administradoras de mercado organizado (arts. 14 a 19)

Alguns Hedge sugere a inclusão na norma de princípios que orientariam sobre as funções econômicas e sociais das entidades administradoras de mercado organizado. Para a participante, a inclusão de princípios quanto ao papel das entidades administradoras dentro do mercado de capitais garantiria a perenidade da regra mesmo que ocorram alterações relevantes no mercado.

Em função disso, sugere que a norma indique que as entidades administradoras do mercado organizado devem atender às seguintes funções econômicas e sociais: (i) atuar como simplificadora para a descoberta dos preços dos valores mobiliários nela negociados; (ii) garantir a função de concentradora de interesses de compra e de venda para todos os participantes que atenderem às suas condições de acesso; (iii) manter neutralidade com relação aos negócios realizados e garantir a equidade de direitos e deveres de todos os participantes que atenderem às condições estabelecidas para o acesso; e (iv) prover a transparência e a segurança para os negócios.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, uma vez que os dispositivos da norma já delimitam os objetivos, funções e o padrão de conduta que deve orientar as atividades das entidades administradoras quanto à divulgação de informações sobre os negócios no art. 38 (atual art. 39), e quanto à transparência e igualdade de acesso nos atuais arts. 18, 19, I, 58, III, 77 e 83, § único.

ANBIMA sugere a inclusão de novo parágrafo nos arts. 15 e 18 para estabelecer que as regras e normas de conduta previstas nesses artigos devem empregar linguagem clara, precisa e lógica, e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

indicar de forma expressa sua vigência e os dispositivos revogados, quando for o caso, de modo análogo à Lei Complementar 95, de 1998.

O comentário foi considerado pertinente e foi incluído um § 2º nos arts. 15 e 18, em linha com o sugerido pela participante.

TAG indaga se o prazo de manutenção de informações de 5 anos previsto no art. 139 (atual art. 186) se aplica ao inciso I do art. 16.

A resposta é afirmativa, as informações previstas no inciso I do art. 16 estão submetidas ao prazo de manutenção previsto no art. 139 (atual art. 186).

2.8. Sincronização de relógios (arts. 17 e 57, atual art. 84)

O art. 17 da norma determina que as entidades administradoras de mercado organizado devem sincronizar os relógios utilizados para registro de negócios e eventos com o padrão Tempo Universal Coordenado – UTC.

Alguns Hedge, ANBIMA, ANCORD, ATS, BBCE, B3, BSM, Optiver e UBS consideram a proposta adequada, pois uniformizará os sistemas dos mercados ao padrão universal de registro utilizado e recomendado pela IOSCO para o estabelecimento de uma trilha de auditoria confiável (**Clock Synchronisation Final Report**).

B3 e BSM alertam, contudo, que também é necessário que uma mesma fonte de horário seja utilizada na sincronização de relógios para garantir a acurácia, pois, em ambientes fragmentados, acurácia e precisão são importantes para a reconstrução de eventos, e a avaliação de práticas e condutas de mercado.

B3 e BSM afirmam que, atualmente, utilizam o formato UTC em seus sistemas, e a fonte de horário utilizada é o Observatório Nacional, que fornece a hora legal brasileira. As participantes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sugerem que a norma preveja essa fonte de horário, em linha com o modelo americano, canadense e australiano, que também se utilizam de fontes oficiais nacionais. Também propõem a fixação do padrão para armazenamento de informações pelo Global Navigation Satellite Systems – GNSS (modelo europeu).

A sugestão da B3 e BSM não foi acatada. A norma foi elaborada em linha com as recomendações da IOSCO sobre o assunto, as quais não impõem a adoção de uma fonte de horário específica.

De qualquer modo, se esclarece que as entidades administradoras devem sincronizar seus relógios utilizados para os fins do art. 17 com o padrão UTC emitido e mantido por qualquer um dos centros de definição do tempo listados no último relatório anual sobre atividades de tempo do **Bureau International des Poids et Mesures**, conforme art. 1º do Regulamento Delegado (UE) 2017/574, que complementa a MiFID II.

Algus Hedge alerta que a adaptação dos sistemas das bolsas autorizadas no Brasil, das plataformas de negociação dos intermediários e dos sistemas internos demandará esforço e investimentos e sugere que se estabeleça prazo de 1 ano para a implantação, com a realização obrigatória de testes e uma supervisão específica para o tema realizada pela CVM.

Sugere também que a CVM indique se deverá ou não haver um tratamento do legado de informações armazenado nos intermediários e nas bolsas. Salaria que, se for considerada necessária a adaptação (para a produção de uma base consistente de dados), a CVM deve informar como este processo deve ser feito, bem como dar prazo para a realização da migração do legado para o padrão UTC.

B3 e BSM também pedem que, caso os padrões eventualmente definidos impliquem alteração dos formatos de mensagens e arquivos atualmente publicados entre as entidades administradoras de mercado, intermediários e demais participantes, seja concedido período de adaptação de pelo menos 12 meses para minimizar riscos e custos operacionais para toda a indústria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões foram parcialmente acatadas. Conforme comentado à frente, a versão final da norma foi modificada para prever que o nível de precisão e acurácia dos relógios será regulamentada pela CVM, que também vai dispor sobre o prazo de adaptação às novas disposições sobre o assunto.

As disposições quanto à sincronização de relógios somente serão aplicáveis aos registros de operações (e outros eventos cujo histórico deva ser mantido) ocorridas após a entrada em vigor da referida regulamentação.

André Bacci sugere excluir do art. 17 a indicação de que a sincronização dos relógios com o padrão UTC deve ser adotada para “fins de registro das operações realizadas nos ambientes e sistemas por ela administrados, bem como de quaisquer eventos cujos históricos devam ser mantidos”. O participante entende que essa qualificação seria redundante, pois com a disseminação de sistemas de informática e criptografia, a correta sincronia de relógios se tornou uma necessidade inclusive de segurança.

De acordo com André Bacci, também poderia ser adotada uma redação que leve em conta a discrepância entre o padrão UTC (onde os dias têm quantidade de segundos variável) e o padrão computacional de “dia” (onde todos os dias têm exatamente 86.400 segundos).

André Bacci acredita que, embora possa parecer exagerado implementar uma solução regulatória para os pulos de segundo (uma vez que eles hoje ocorrem menos de uma vez por ano), é preciso considerar que já há discussões de negociação contínua (24h por dia) pela B3, e que essa questão se tornará mais importante caso a discussão sobre **best execution** aponte para uma sistematização centralizada de preços.

Nesse caso, o participante sugere que a norma indique que a entidade administradora de mercado organizado deve sincronizar os relógios dos ambientes e sistemas por ela administrados adotando o padrão UTC no geral, e preferencialmente adotando o padrão UTC com suavização de saltos em ambientes de processamento intensivo (UTC com **leap smearing**).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

André Bacci sugere ainda a inclusão de dois novos parágrafos no art. 17 para prever que: (a) os registros mencionados no artigo devem, na medida do possível, considerar e preservar informações relativas ao fuso horário e ajustes de horário de verão; e (b) os registros de operações devem ser preservados e comunicados utilizando-se o Fuso UTC (UTC±00:00).

As sugestões para alteração do art. 17 não foram acatadas. É importante, inclusive em eventual contexto de apuração de responsabilidades, que a norma indique de forma clara o interesse público que o dispositivo procura proteger e a conduta esperada dos agentes.

Também deve-se considerar que os controles sugeridos já fazem parte do padrão UTC adotado na norma, cuja redação está em linha com as recomendações da IOSCO sobre o assunto e com o art. 1º do Regulamento Delegado (UE) 2017/574, que complementa a MiFID II.

No edital, a CVM indicou que optou por não estabelecer na norma o nível de precisão dos registros por entender que as entidades administradoras de mercado têm condições de fazê-lo considerando as características dos mercados que administrem (§ 1º do art. 17 da Minuta A).

Alguns Hedge, B3, BSM e UBS entendem que os parâmetros de acurácia e precisão dos registros deveriam ser estabelecidos pela CVM na norma. Já ANBIMA, ANCORD, ATS e Optiver não viram, no momento, inconveniente em a norma não estabelecer um nível específico de precisão para os registros.

UBS entende que o nível de precisão deve ser exigido pela CVM ou coordenado pelas entidades administradoras que possuam a mesma modalidade de operações. A participante acredita que registros de data e hora (**timestamps**) precisos podem ajudar os reguladores e participantes a reconstruir eventos passados em diferentes mercados ou bolsas. Defende que a medida garantiria maior eficácia no monitoramento e identificação de casos de abusos de mercado, na análise de eventos de mercado e na aferição do desempenho da latência entre bolsas e na entrada e resposta do processamento relacionado ao registro de ofertas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para a UBS, com o aprimoramento do mercado, o uso cada vez maior de tecnologia precisa, especialmente pelos clientes **high frequency**, e a popularização de ferramentas de negociação baseadas em algoritmos, a reconstrução de eventos para identificação de irregularidades só será eficiente se houver um guia, por parte da CVM, para evitar que cada bolsa defina a precisão de seus registros.

UBS salienta que a precisão do marcador temporal no sistema de entrada de ordens é determinante para garantir a melhor execução de ordens ao permitir avaliar as medições de latência entre bolsas e a monitorar as condições em que o processamento das bolsas não deteriora o princípio da melhor execução.

André Bacci entende que deve ser estabelecido apenas um nível mínimo de precisão, para possibilitar que o ambiente de negociação possa livremente aumentá-lo. Para o participante, esse nível mínimo de precisão deve ser fixado em autorregulamentação utilizando métricas objetivas. Também sugere que os registros temporais sejam acompanhados de um sequencial associado ao ponto de geração de evento.

André Bacci salienta que não adianta aumentar a precisão do **timestamp** se os recursos de TI não forem capazes de fornecer a informação na precisão necessária. O participante acredita que é difícil prever os futuros desenvolvimentos nessa área, o que enfatiza a necessidade da presença de um contador específico (**world counts**). Para André Bacci, na ausência desse cuidado, a recriação de eventos passados dentro de uma única bolsa pode se demonstrar impossível, problema que seria agravado na tentativa de recriação de eventos na presença de múltiplas bolsas.

André Bacci recomenda que os **world counts** não tenham tamanhos pré-determinados ou que precisem reiniciar a cada mudança de **timestamp**, dado que a função deles é diferenciar a sequência de operações dentro de um **timestamp** repetido.

Para B3 e BSM, a existência de uma orientação sobre os parâmetros de acurácia e precisão que devem ser considerados pelas entidades administradoras na elaboração de seus regulamentos é importante, uma vez que, dependendo da natureza das operações, a precisão e acurácia necessárias dos horários de eventos pode variar. De acordo com as participantes, em mercados de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

negociação em tela, balcão organizado ou com baixo volume de ofertas, tal precisão pode ser mais baixa, de um segundo, enquanto em mercados com característica de alta frequência e alto volume de mensagens, a precisão deve ser mais alta (precisão de milissegundos ou até microssegundos).

De forma a evitar arbitragem regulatória e diferentes padrões de qualidade na precisão do registro de eventos, B3 e BSM sugerem que a CVM seja responsável por determinar a precisão aplicada por todas as entidades administradoras de mercado, assim como por todos os intermediários, de forma a garantir que as avaliações de práticas e condutas de mercado possam ser realizadas.

Informam que a B3 utiliza precisão de milissegundos tanto para operações ocorridas em bolsa quanto no balcão organizado, e as participantes sugerem que os parâmetros aplicados nos diferentes mercados sejam avaliados pela CVM em conjunto com os participantes de mercado de modo a avaliar os possíveis impactos.

Alternativamente, B3 e BSM sugerem que a norma poderia fixar a fonte e o nível de acurácia e precisão somente para o mercado de bolsa, deixando a fixação dos patamares aplicáveis ao mercado de balcão para o regulamento de cada entidade administradora de mercado organizado.

As participantes também apresentaram as informações abaixo sobre o padrão adotado em outras jurisdições.

Local	Fonte de horário	Acurácia	Precisão
EUA	NIST (National Institute of Standards and Technology)	<ul style="list-style-type: none">• 1 segundo para mercados com característica de operações manuais• 50 milissegundos para mercados com característica de negociação eletrônica	1 milissegundo
Austrália	NMI (National Measurement Institute)	<ul style="list-style-type: none">• 20 milissegundos	1 milissegundos
Canadá	NRC (National Research Council)	<ul style="list-style-type: none">• 1 segundo para mercados com característica de operações manuais• 50 milissegundos para mercados com característica de negociação eletrônica	N/A



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

União Europeia	GNSS (Global Navigation Satellite System)	<ul style="list-style-type: none">• 1 segundo para mercados com característica de operações manuais• 1 milissegundo para mercados com característica de negociação eletrônica	<ul style="list-style-type: none">• 1 segundo para mercados com característica de operações manuais• 1 milissegundo para mercados com característica de negociação eletrônica
----------------	---	--	--

Algus Hedge entende que a precisão é importante para que os registros dos negócios e ofertas tenham a capacidade de guardar o sequenciamento das ofertas e negócios, o que é importante para a mitigação de riscos dos participantes em situações em que seja demandada a comprovação de cumprimento das exigências regulatórias.

Algus Hedge sugere que a norma estabeleça um nível de precisão uniforme para todas as entidades administradoras de mercado organizado e para todos os intermediários em um milésimo de segundo. Propõe também que seja previsto que a CVM possa revisar este valor se, com a evolução tecnológica, for necessário estabelecer outro nível de precisão.

ATS, por outro lado, não vê inconveniente em não estabelecer o nível de precisão dos registros, mas sugere que, em momento oportuno, durante o processo de autorização de um entrante pelo regulador, quando for necessária a sincronização, se observe a latência vigente dos sistemas de negociação das bolsas e, em conjunto com essas, se defina qual a margem de variação tolerada.

ANBIMA e ANCORD entendem que a norma não deve estabelecer um nível específico de precisão para os registros, pois as entidades administradoras de mercado teriam condições de fazê-lo, considerando as características dos mercados que administram.

Optiver também compreende que o nível de precisão dos relógios pode ser definido pelas entidades administradoras de mercado. Aponta que a acurácia e precisão dos marcadores temporais deve ser suficiente para permitir a reconstrução de eventos passados de forma a permitir o monitoramento e supervisão dos negócios e indica que no mercado americano a acurácia é de 50 milissegundos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os argumentos quanto aos benefícios que seriam gerados caso a CVM regulamentasse a matéria (tendo em vista a uniformização dos critérios aplicados) foram acatados.

Em função disso, a versão final da norma prevê que o nível de precisão e acurácia aplicado na sincronização de relógios será fixado pela CVM.

BBCE discorda do § 2º do art. 17 que dispensa as entidades administradoras de mercado organizado que funcionem exclusivamente sob a forma de registro de operações previamente realizadas da adoção do padrão UTC. A participante entende que o dever de sincronizar os relógios utilizados pelo padrão UTC deveria se aplicar a qualquer mercado organizado, sob pena de se criar condições artificiais de formação de preço sobre o mesmo valor mobiliário, principalmente em cenário de concorrência, dificultando a supervisão e monitoramento de mercado.

BCCE afirma que não haveria qualquer prejuízo na aplicação da norma geral a todos os mercados organizados, independentemente do produto fornecido.

A sugestão foi acatada. Embora nos mercados de balcão organizado que operam exclusivamente por meio do registro de operações previamente realizadas a realização do negócio se dê em um momento diferente daquele do seu registro, para fins de supervisão e emissão de relatórios de negócios registrados, a padronização é importante.

Em função disso, o § 2º do art. 17 foi excluído da norma.

2.9. Regras de conduta (art. 18)

B3 e BSM pedem que seja acrescentado novo parágrafo no art. 18 para esclarecer que as regras de conduta podem estar consolidadas em um único código de conduta ou esparsas em diferentes normativos editados pela entidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não se entendeu necessário fazer o ajuste sugerido, uma vez a norma não exige que a entidade administradora de mercado organizado elabore um código de conduta unificado, mas sim regras de conduta quanto aos assuntos indicados no art. 18.

Assim, já há na norma a liberdade pretendida na sugestão para que as entidades administradoras de mercado organizado possam optar por elaborar, ou não, um código de conduta.

2.10. Mecanismos e regras estabelecidos entre as entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestruturas de mercado financeiro (art. 19)

O art. 19 determina que as entidades administradoras de mercado organizado devem estabelecer entre si e com as entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro mecanismos e normas visando: (a) a troca de informações que possam afetar a regularidade e transparência das operações realizadas envolvendo valores mobiliários ou seus ativos subjacentes; (b) a correta identificação das contrapartes e (c) a compensação, a liquidação de operações e o depósito de valores mobiliários

TAG sugere que seja atribuída à entidade responsável pela autorregulação unificada a competência para definir os mecanismos e regras mencionados no art. 19.

A sugestão perdeu objeto, uma vez que se optou por não adotar o modelo de autorregulação unificada (vide o item 3.1 deste relatório). De qualquer modo, se esclarece que o art. 19 trata de procedimentos operacionais necessários à segurança e à regularidade das operações realizadas, não tendo por objeto o dever de autorregulação previsto no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.11. Organização das entidades administradoras de mercado organizado (arts. 20 e 21)

TAG pede que a CVM esclareça se o comitê de auditoria previsto no art. 20 deve funcionar de acordo com as disposições aplicáveis ao comitê de auditoria estatutário de que trata a Instrução CVM 509 (atual Resolução CVM 23) considerando que o comitê de auditoria a que se refere este artigo deverá constar do estatuto social da entidade administradora.

A norma não exige que o comitê de auditoria de que trata o art. 20 atenda às disposições da Resolução CVM 23.

A norma regulamenta o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários e a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado. Em função disso, ela contém algumas exigências diferenciadas sobre o comitê de auditoria, vis a vis as regras colocadas para as companhias abertas na Resolução CVM 23.

APIMEC propõe que o inciso II do art. 20 seja alterado para que o conselho fiscal seja mencionado como órgão obrigatório da entidade administradora de mercado organizado, em lugar do comitê de auditoria.

APIMEC defende que o conselho fiscal se diferencia do comitê de auditoria em função de sua autonomia, uma vez que é um órgão sem relação de subordinação à diretoria ou ao conselho de administração. Para a participante, o comitê de auditoria não substitui o conselho fiscal, cuja especialização e independência poderia reforçar os controles e trazer maior segurança e tranquilidade aos acionistas, dadas as suas competências previstas em lei.

A sugestão não foi acatada. A norma já determina em seu art. 9º que as entidades administradoras de mercado de mercado organizado devem ser constituídas como sociedades anônimas, ficando assim possibilitado aos acionistas a instalação do conselho fiscal nos termos da Lei 6.404, de 1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM propõem a inclusão de novo parágrafo no art. 21 para permitir que, alternativamente ao estatuto social, as regras e atribuições do conselho de administração, do comitê de auditoria ou da diretoria estejam dispostas em regimentos internos, tendo em vista que esses documentos têm governança e alçada de aprovações mais simplificadas, atendendo melhor à agilidade que se requer para as deliberações referentes a esses órgãos e sua organização.

A sugestão foi acatada, mas com a manutenção da exigência de aprovação prévia da CVM das normas das entidades administradoras que tratam da estrutura interna das entidades administradoras.

Em consequência, foram feitos ajustes nos §§ 2º e 3º do art. 21, bem como no inciso II do art. 133 (atual art. 180) e no item 6.2 do Anexo B para incluir menção a esses regimentos.

2.12. Conselho de Administração (arts. 26 e 27, atuais arts. 27 e 28)

B3 e BSM discordam da previsão existente na alínea “a” do inciso V do art. 26 (atual art. 27) de que o conselho de administração deve aprovar previamente os planos continuidade de negócios e os programas de segurança cibernética. Entendem que isso poderia comprometer a dinâmica e a agilidade necessárias para a efetiva aplicação desses planos e programas, bem como representar um aumento do custo de observância, especialmente em casos de ajustes de menor relevância e impacto.

Assim, sugerem que se estabeleça que o conselho de administração deve aprovar e rever anualmente apenas as políticas corporativas que estabeleçam os critérios dos planos de continuidade de negócios e do programa de segurança cibernética.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

CSDBR sugere que a norma indique que as entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro e as entidades administradoras de mercado organizado não poderão manter



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

em seu quadro de administradores pessoas sujeitas à regulação ou supervisão do mercado nos últimos três anos.

A sugestão não foi acatada por se considerar que poderia restringir a capacidade das entidades administradoras de mercado organizado contratarem profissionais qualificados e com experiências relevantes no mercado de capitais.

IBGC sugere que o art. 27 (atual art. 28) indique que o conselho de administração deve ser composto de forma a contemplar a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero.

Ainda que se considere que a sugestão represente uma boa prática, não se entendeu que ela deve se tornar uma norma cogente imposta às entidades administradoras de mercados organizados por falta de previsão legal. A Lei nº 6.385, de 1976, atribui à CVM competência regulamentar bastante ampla sobre as entidades administradoras de mercado organizado, mas os poderes concedidos por essa Lei são voltados para o alcance de determinadas finalidades, tais como promover o funcionamento eficiente e regular do mercado, proteger os investidores e assegurar a observância de práticas comerciais equitativas. Assim, a sugestão não foi acatada.

2.13. Comitê de auditoria (arts. 29 a 31, atuais arts. 30 a 32)

B3 e BSM solicitam que o art. 29 (atual art. 30) permita que as competências atribuídas ao comitê de auditoria nos incisos V e VI (avaliar o sistema de gerenciamento de riscos e de controles internos, e monitorar as exposições de risco da entidade administradora) possam ser atribuídas a outro órgão estatutário com funções especificamente definidas para tanto.

A sugestão foi acatada e foram incluídos dois novos parágrafos no art. 29 (atual art. 30) para permitir que as competências previstas nos incisos V e VI sejam atribuídas a outro comitê



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estatutário, desde que esse comitê seja vinculado ao conselho de administração e conte com, ao menos, um membro com reconhecida experiência em gestão de riscos.

TAG sugere que o inciso II do art. 31 (atual art. 32) seja modificado para ressaltar que o anonimato do denunciante não se aplica quando, comprovadamente, se tratar de falsa denúncia, dolosamente apresentada, situação em que deverá haver comunicação à CVM.

A sugestão não foi acatada, uma vez que a CVM somente possui competência para apurar responsabilidade pelo descumprimento da Lei 6.404, de 1976, de outras leis que tratam do mercado de valores mobiliários ou de sua regulamentação

2.14. Auditoria interna (art. 32, atual art. 33)

B3 e BSM sugerem alterar as competências da auditoria interna previstas no art. 32 (atual art. 33) para adequá-las ao modelo de três linhas de defesa, que é a referência internacional para gerenciamento de riscos. De acordo com as participantes, nesse modelo, há segregação dos papéis e das responsabilidades entre a primeira linha de defesa (áreas de negócio), segunda linha de defesa (áreas de governança interna) e a terceira linha de defesa (auditoria interna).

B3 e BSM propõem que a responsabilidade pela auditoria interna seja atribuída a um diretor estatutário, vinculado ao conselho de administração, ou a um comitê de auditoria estatutário.

Propõem ainda a transferência das obrigações previstas nos §§ 2º e 3º do art. 32 (atual art. 33) – elaboração e aprovação do relatório anual de avaliação do sistema de gerenciamento de riscos, e conteúdo mínimo do relatório – para os artigos que tratam do sistema de gerenciamento de riscos (art. 72 e seguintes, atual art. 101 e seguintes).

B3 e BSM sugerem ainda que relatório anual de avaliação do sistema de gerenciamento de riscos e de controles internos: (a) não seja obrigatoriamente elaborado pela auditoria interna e aprovado pelo conselho de administração; e (b) não contenha indicação da metodologia e critérios aplicados nos testes realizados e dos procedimentos realizados para análise das deficiências



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

encontradas, mas sim que a norma passe a prever que a entidade administradora deve manter um documento corporativo indicando critérios, metodologias e procedimentos aplicados pela entidade nas avaliações anuais.

As sugestões foram parcialmente acatadas. O art. 32 (atual art. 33) passou a prever que a auditoria interna deve estar vinculada ao conselho de administração ou ao comitê de auditoria, dando maior flexibilidade às entidades administradoras para implementar estruturas adequadas a seus casos particulares.

As disposições dos §§ 2º e 3º do art. 32 foram transferidas para o art. 72 (atual art. 101) que prevê que o relatório anual deve ser elaborado pela entidade administradora de mercado organizado. No entanto, preservou-se a necessidade de que órgão estatutário competente ou, na sua ausência, o conselho de administração aprecie o referido relatório.

Também foi acatada a sugestão para que os critérios, metodologias e procedimentos aplicados pela entidade nas avaliações anuais dos sistemas de gerenciamento de risco sejam registrados em documento específico que deve ficar à disposição da CVM.

TAG pede que a CVM esclareça em que caso o comitê de auditoria não seria obrigatório, uma vez que: (a) o § 2º do art. 32 indica que o relatório da auditoria interna deve ser submetido ao comitê de auditoria, se existente; e (b) o art. 20 determina que as entidades administradoras devem contar com comitê de auditoria.

O inciso II do art. 105 (atual inciso III do art. 152) dispensa as entidades administradoras de mercado de balcão organizado da obrigatoriedade de existência do comitê de auditoria, caso em que a determinação do § 2º do art. 32 (atual § 3º do art. 101) não se aplica.

Em função da dúvida suscitada pela TAG, a redação do inciso II do art. 20 foi aperfeiçoada com a inclusão de referência à dispensa do atual inciso III do art. 152.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.15. Diretor geral (art. 33, atual art. 34)

Para conferir maior flexibilidade quanto às instâncias de aprovação das competências estabelecidas no art. 33 (atual art. 34), B3 e BSM propõem que a norma permita que algumas dessas competências possam ser atribuídas pelo estatuto social à diretoria.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, uma vez que o § 2º do art. 33 (atual art. 34) já prevê que o estatuto social pode atribuir a outros diretores as competências previstas no artigo, com exceção do disposto no inciso VIII, cuja competência somente pode ser atribuída, total ou parcialmente, pelo estatuto, ao conselho de administração.

2.16. Exercício social e demonstrações financeiras (arts. 37 e 40, atuais arts. 38 e 41)

B3 e BSM entendem que a norma não assegura a elaboração e divulgação das informações trimestrais das entidades administradoras de mercado organizado e nem a divulgação das demonstrações financeiras anuais. As participantes entendem que essa divulgação seria importante para garantir a transparência e possibilitar que os clientes da entidade administradora conheçam seu desempenho econômico e eventual risco de crédito, já que irão destinar fluxos de transações à nova bolsa.

Assim, propõem alterações no art. 37 (atual art. 38) para prever a elaboração e divulgação de informações financeiras anuais e trimestrais no site das entidades administradoras.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, uma vez que o art. 40 (atual art. 41) da norma já prevê que as entidades administradoras de mercado organizado que não sejam companhias abertas devem elaborar e divulgar em sua página da internet as informações financeiras anuais e as informações trimestrais aplicáveis às companhias abertas.

Com isso, a norma iguala o regime de divulgação de informações financeiras das entidades administradoras independentemente do modelo societário adotado. De qualquer modo, foi feito



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pequeno ajuste na redação do inciso III do art. 40 (atual art. 41) para melhor esclarecer o alcance da norma.

A redação do parágrafo único do art. 40 (atual art. 41) reproduz a norma do § 5º do art. 31 da Instrução CVM 461 e prevê que a CVM pode dispensar uma entidade administradora da obrigação de elaboração e divulgação das informações financeiras trimestrais aplicáveis às companhias abertas, considerando o porte e o público investidor visado pelo mercado a ser administrado pela entidade.

B3 e BSM consideram que a aplicação dessa dispensa pode comprometer a transparência da situação financeira da entidade administradora que desempenhará um papel relevante no mercado.

A sugestão não foi acatada. A norma trata a dispensa como exceção e prevê parâmetros claros e objetivos que vão orientar a decisão fundamentada da CVM sobre a concessão da dispensa, considerando as características particulares do mercado administrado pela entidade.

2.17. Informações de divulgação obrigatória (arts. 38 a 41, atuais arts. 39 a 42)

SEAE/ME pede que a CVM esclareça a necessidade de regulamentar a divulgação de informações mínimas pelas entidades administradoras de mercado organizado, dado que a atuação regulatória estatal deve ser subsidiária conforme disposto no inciso III do art. 2º da Lei de Liberdade Econômica, ou seja, deve acontecer somente quando for localizado o problema material existente.

De acordo com a SEAE/ME, uma vez que atualmente já há divulgação das informações, a apresentação de problema regulatório, inclusive potencial, pelo regulador é necessária para justificar a regulação proposta.

A IOSCO inclui a promoção da transparência nos mercados secundários como um dos princípios que devem ser observados pelos reguladores para promover uma regulação eficiente e que propicie o desenvolvimento do mercado de capitais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O acesso a dados de mercado em bases não discriminatórias é considerado um elemento central para promover a proteção dos investidores, e garantir a liquidez e a formação eficiente de preços nos mercados secundários.

A norma proposta não ampliou o rol de informações atualmente divulgadas pelas entidades administradoras de mercado organizado. Em linha com o art. 14 do Decreto nº 9.191, de 1º de novembro de 2017, a norma reuniu, em uma única seção, dispositivos tratando de informações de divulgação obrigatória que se encontravam dispersos ao longo da Instrução CVM 461, nos arts. 31, 49, 62, 76, 105 e 121.

As alterações promovidas pela norma se concentraram em: (a) detalhar o conteúdo ou prazo para a divulgação das informações requeridas (como no caso dos incisos I e III do art. 38, atual art. 39), de forma a oferecer maior segurança jurídica para os administrados; (b) prever o prazo em que as informações e dados de mercado devem ficar disponíveis aos investidores de forma pública e gratuita (§ 2º do art. 38, atual art. 39); (c) prever divulgação de um boletim diário com informações relativas ao funcionamento dos mercados, conforme prática atual (§ 3º do atual art. 39); e (d) prever que as entidades administradoras de mercado organizado que sejam sociedades anônimas de capital fechado devem divulgar o formulário do Anexo B, de forma a dispensá-las da divulgação do Formulário de Referência.

Thierry Rijper ressalta a importância de a distribuição e exibição de dados de mercado serem feitas de forma equitativa, ou seja, em condições iguais para todos os participantes do mercado.

Salienta que houve uma mudança no modelo de negócios dos mercados regulamentados fora do Brasil, nos quais o preço dos dados de mercado foi usado para compensar a perda nas receitas de negociação. Ressalta que esse movimento gerou demandas sobre a regulamentação do assunto e que seria uma pena se discussões semelhantes ocorressem no Brasil.

B3 e BSM manifestaram concordar com as disposições dos arts. 38 a 41 (atuais arts. 39 a 42) que tratam das informações de divulgação obrigatória.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA considera pertinente o rol de informações previsto no art. 38 (atual art. 39) que deverão ser divulgadas de forma pública e gratuita, e manifesta concordar com os prazos em que essas informações devem estar disponíveis ao público, na forma do § 2º desse artigo. Ressalta a importância da divulgação de forma pública e gratuita das informações sobre negócios para a gestão do risco de liquidez pelos fundos de investimentos.

Bloomberg, por outro lado entende que a norma não é suficientemente precisa sobre quais informações são de divulgação obrigatória e solicita orientação mais detalhada e específica sobre o assunto.

As informações de divulgação pública e gratuita obrigatória são as elencadas no art. 38 (atual art. 39). A versão final da norma inclui aperfeiçoamentos de redação sugeridos por outros participantes da audiência que, acredita-se, também atendem à preocupação da Bloomberg quanto a um maior detalhamento das obrigações.

Algus Hedge salienta que a norma trata no art. 38 (atual art. 39) tanto dos dados de mercado, quanto de informações corporativas da entidade administradora. A participante entende que essas informações possuem objetivos e públicos distintos e deveriam ser tratadas separadamente.

A sugestão não foi acatada. As informações requeridas no atual art. 39 tratam, em seu conjunto, da divulgação de informações sobre as operações realizadas e sobre a forma de funcionamento dos mercados administrados, que podem estar contidas em determinados documentos corporativos.

Tendo em vista que essas informações são consideradas essenciais para orientar as decisões de investimento e o exercício de direitos por parte de investidores e participantes que atuam nos mercados organizados, é importante que essas informações estejam submetidas a regras comuns de divulgação.

Bloomberg afirma que a norma tem um escopo mais amplo do que regulamentações similares existentes em outras jurisdições, pois não tem conhecimento de outro regulador que exija



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a divulgação do regimento interno do comitê de auditoria prevista na alínea “c” do inciso I do art. 38.

O comentário foi considerado pertinente, tendo em vista que a norma procurou diferenciar, quanto ao regime de prestação de informações corporativas, as entidades administradoras de mercado organizado constituídas como sociedades anônimas de capital aberto daquelas de capital fechado, conforme o art. 40 (atual art. 41) indica.

Assim, a alínea “c” do inciso I do art. 38 (atual art. 39) foi excluída.

TAG indaga se o estatuto social da entidade administradora pode não incluir todas as normas relativas ao funcionamento do conselho de administração. Isso porque, embora a alínea “d” do inciso I do art. 38 (atual art. 39) peça a divulgação na página da entidade administradora na internet das normas relativas ao funcionamento do conselho de administração quando essas não forem previstas no estatuto social, o art. 27 (atual art. 28) determina que o estatuto social da entidade administradora deve conter as regras relativas à composição e ao funcionamento desse órgão.

O comentário foi considerado pertinente. No entanto, em função de se ter incluído permissão no § 2º do art. 21 para que as normas sobre a composição e o funcionamento do conselho de administração sejam previstas em regimento interno (vide item 2.12 deste relatório), a redação da alínea “c” do inciso I do art. 38 (atual art. 39) foi aprimorada para se referir a essa hipótese.

B3 e BSM solicitam ajustes nas alíneas “e” e “f” do inciso I do art. 38 (atuais alíneas “d” e “e” do art. 39) para, respectivamente, ressaltar que as normas de conduta podem estar reunidas em um único documento e para esclarecer que os atos normativos, resoluções e deliberações a que se refere a alínea “f” são os editados pela entidade administrado de mercado organizado.

ANBIMA sugere ajuste na alínea “a” do inciso II do art. 38 (atual art. 39) para indicar que a descrição das principais regras relativas à organização e funcionamento do mercado deve ser feita



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de forma consolidada, levando em conta as regras vigor e deve ser organizada de forma clara, objetiva, lógica e acessível, em linha com os dispositivos trazidos pelo Decreto 10.139, de 2019.

André Bacci sugere que seja acrescentada nova alínea no inciso II do art. 38 (atual art. 39) para indicar que as informações sobre as principais características dos mercados administrados devem incluir o detalhamento técnico dos tipos de ofertas aceitas.

Os comentários foram parcialmente acatados. Não se entendeu necessário deixar expresso que as regras de conduta elaboradas pelas entidades administradoras de mercado organizado podem estar reunidas em um único documento, uma vez que a norma já adota uma redação flexível que não restringe a decisão dessas entidades quanto a reunir, ou não, as regras de conduta por elas elaboradas em um único documento.

Também não se entendeu necessário indicar que as informações sobre as principais características dos mercados administrados devem ser organizadas de forma clara, objetiva, lógica e acessível, tendo em vista que o **caput** do atual art. 39 já prevê que as informações nele demandas devem ser divulgadas de forma organizada, gratuita e com fácil acesso.

As demais sugestões geraram ajustes na norma que atendem à preocupação dos participantes.

Bloomberg entende que a exigência da alínea “b” do inciso II do art. 38 (atual art. 39) quanto à divulgação de “relação atualizada dos participantes” suscita preocupações legais, inclusive em relação a obrigações de privacidade e antitruste, dado que no mercado organizado de balcão essa exigência resultaria na divulgação de detalhes de seus clientes.

O comentário não foi acatado. O atual inciso IX do art. 2º esclarece que a expressão participante não abrange clientes, já que inclui apenas a pessoa jurídica, fundo ou veículo de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investimento que tenha sido autorizada pela entidade administradora de mercado organizado a operar em seus ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações.

Trata-se de obrigação que já era prevista no inciso VI do art. 62 da Instrução CVM 461 e que não exige a divulgação de informações detalhadas sobre os participantes e tampouco expõe a privacidade de clientes.

Bloomberg acredita que o inciso IV do art. 38 (atual art. 39) não deixa claro se um mercado de balcão organizado poderia cobrar quaisquer taxas pela disponibilização de dados de mercado dentro do período de 15 minutos para cobrir seus custos razoáveis, cobrança essa permitida em outras jurisdições.

A participante solicita que a norma esclareça quando as entidades administradoras podem cobrar taxas por dados de mercado e quando devem disponibilizar dados ao público gratuitamente.

Além disso, afirma que é importante para ela e seus clientes que seus acordos comerciais com bolsas e outras entidades administradoras de mercado organizado permitam a coleta e redistribuição de dados de mercado, bem como o uso dos dados de mercado em outros produtos da Bloomberg e na criação de produtos e índices derivados, inclusive para fins lucrativos.

Em função disso, pede que sejam incluídas disposições determinando que tais termos comerciais sejam oferecidos por mercados de balcão organizado.

ATS, por sua vez, afirma entender da norma que os dados históricos de mercado devem estar publicamente disponíveis sem custo, mas que os dados tratados ou divulgados em tempo real podem ser objeto de cobrança pelas entidades administradoras de mercado.

As informações de obrigatoria divulgação pública e gratuita são as elencadas no atual art. 39. As entidades administradoras de mercado organizado devem divulgar e manter essas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informações em sua página na internet, para acesso livre e gratuito pelos usuários, pelo prazo determinado na norma.

O art. 39 se dirige às entidades administradoras de mercado organizado, de forma que suas disposições se aplicam tanto às entidades administradoras de mercado de bolsa, quanto de balcão organizado.

Essas entidades administradoras poderão cobrar pelo fornecimento de qualquer informação não prevista na norma como de obrigatória divulgação pública e gratuita. Isso inclui o acesso a informações sobre cada negócio realizado ou registrado (inciso IV do art. 39) com atraso inferior a 15 minutos, bem como o fornecimento de dados históricos cuja manutenção à disposição do público para acesso gratuito não seja mais obrigatória.

André Bacci sugere a inclusão de novo inciso no **caput** do art. 38 (atual art. 39) para prever que os dados de mercado previstos no inciso IV devem ser divulgados até o final do dia em que ocorra funcionamento do mercado, em formato arquivo.

O participante entende que os dados de mercado previstos no inciso IV também devem ser disponibilizados nas mesmas condições que os dados de fim de dia, ou seja, de maneira pública e sem restrições.

As sugestões foram parcialmente acatadas. A redação final do § 2º do atual art. 39 passou a indicar que as informações mencionadas no inciso IV desse artigo devem ser divulgadas e mantidas à disposição do público, após sua divulgação ao final de cada dia.

Não se entendeu necessário, entretanto, indicar na norma que as informações do inciso IV devem estar acessíveis ao público, sem restrições, uma vez que o **caput** do art. 39 já indica que todas as informações nele previstas devem ser divulgadas na página da entidade administradora na internet de forma gratuita e com fácil acesso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Bloomberg entende que a norma não especifica o prazo para a divulgação de nenhuma outra informação além da prevista no inciso IV do art. 38 (atual art. 39). Assim, solicita que a CVM oriente quanto ao prazo exato dentro do qual cada tipo de dado deve ser divulgado.

A sugestão foi parcialmente acatada. As informações previstas nos incisos I e II do atual art. 39 são informações permanentes e devem ser atualizadas quando modificadas. As informações sobre os emissores listados devem ser divulgadas assim que recebidas, conforme o inciso III do art. 39 indica.

Os dados sobre negócios de que trata o inciso V do art. 39 devem ser divulgados até o final do dia em que ocorra funcionamento do mercado, conforme expresso na norma. Os anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação devem ser divulgados previamente à sua realização, como previsto no inciso VII do art. 39.

Em função do comentário da participante, a redação do inciso VIII do art. 39 e do inciso II do § 2º desse mesmo artigo foi modificada e passou a prever que: (a) a decisão de suspensão das atividades de participante deve ser divulgada até o final do dia em que ocorra a decisão; e (b) as informações sobre os negócios realizados ou registrados em cada pregão de que trata o inciso IV do art. 39 devem ser divulgadas até o fim de cada dia.

Bloomberg entende que cabem os seguintes aperfeiçoamentos ao inciso IV do art. 38 (atual art. 39): (a) inclusão da identificação do instrumento a que o dado de mercado se refere (valor mobiliário); e (b) exclusão da necessidade de divulgação de detalhes sobre as contrapartes, dado que nenhuma norma existente em outros mercados inclui essa exigência.

Bloomberg salienta que a proposta de divulgação de todas as transações, independentemente da liquidez dos instrumentos relevantes ou do tamanho da transação é igualmente sem precedentes. A participante sugere que sejam incluídas hipóteses de exceção aos requisitos de transparência, levando em conta a liquidez ou no tamanho da transação, de forma a proteger o investidor subjacente, a exemplo do sistema TRACE, operado nos EUA pela FINRA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões foram parcialmente acatadas. A redação do inciso IV do atual art. 39 foi modificada para incluir referência ao valor mobiliário negociado. A sugestão para exclusão da divulgação das contrapartes dos negócios não foi acatada, tendo em vista que o inciso IV do art. 39 não prevê a divulgação das contrapartes da operação, e sim dos intermediários envolvidos.

No que se refere à proposta de dispensar ativos sem liquidez da obrigação prevista no inciso IV do art. 39 deve-se observar que o § 1º desse artigo já prevê que o conteúdo e o formato das informações previstas nos incisos IV e V deve ser adequado às características de cada mercado e às necessidades dos investidores.

Com isso, a norma dá flexibilidade às entidades administradoras para elaborar sua política de divulgação, que deverá ser aprovada pela CVM nos termos do atual art. 40.

Optiver entende que é improvável que o atraso de 15 minutos previsto no inciso IV do art. 38 (atual art. 39) ajude a estabelecer termos mais favoráveis para os investidores de varejo.

No mesmo sentido, André Bacci e José Ribamar Penha se mostram contrários à defasagem de 15 minutos na divulgação de informações de mercado e afirmam que essas informações deveriam ser divulgadas **real time** para todos os investidores. Salientam que atualmente só grandes investidores têm esse tipo de acesso às informações e o pequeno investidor fica em desvantagem.

A possibilidade de divulgação pública de dados com defasagem não se verifica apenas no Brasil, sendo prática recorrente em outros mercados. Assim, a norma manteve a defasagem máxima de 15 minutos prevista no art. 76 da Instrução CVM 461 em função da necessidade de equilibrar os diferentes interesses envolvidos.

Optiver entende que a existência da fita consolidada ajudaria os intermediários a localizar a liquidez ao melhor preço disponível no mercado brasileiro e aumentaria a capacidade dos investidores de avaliar a qualidade do desempenho de sua corretora na execução de uma ordem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Optiver acredita que um consolidador de dados brasileiro também poderia “democratizar” o acesso aos dados de mercado, permitindo a todos os investidores verificar o melhor preço para comprar ou vender uma determinada ação. Para o participante, essa consolidação de dados seria útil não apenas para ações, mas também para fundos negociados em bolsa (ETFs), títulos ou outros instrumentos não patrimoniais.

Para facilitar a viabilidade de um consolidador de dados, Optiver sugere que a norma indique que as entidades administradoras devem, em uma primeira etapa, contribuir obrigatoriamente com dados pós-negociação sem custo para o provedor da fita consolidada.

De acordo com o participante, as entidades administradoras poderiam receber posteriormente uma recuperação de custos com base na receita gerada e na contribuição dos dados relevantes enviados para a formação de preços. Optiver acredita que, se os locais de negociação fornecerem os dados gratuitamente, o preço de consumo também será impactado positivamente, pois o custo de operação da fita diminuirá.

A sugestão não foi acatada, tendo em vista que foi mantida a opção regulatória da CVM de não obrigar a adoção da consolidação de dados.

Bloomberg entende que o inciso V do art. 38 (atual art. 39) parece se referir a instrumentos de capital próprio (**equity**) em função da referência ao preço de fechamento, mas isso não está claro na norma. A participante chama a atenção que os sistemas de negociação que facilitam a negociação de produtos de renda fixa não são obrigados a gerar um preço de fechamento e pede que se esclareça se o inciso V do art. 38 abrange apenas a negociação de instrumentos de **equity**.

As informações previstas no inciso V do atual art. 39 se referem a qualquer valor mobiliário negociado ou objeto de negócio levado a registro em mercado organizado. Trata-se de comando genérico que menciona os dados que devem ser divulgados pelas entidades administradoras,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

levando em conta as características das operações e dos valores mobiliários negociados em cada mercado administrado.

Dessa forma, as informações do inciso V do art. 39 devem ser divulgadas sempre que sejam aplicáveis a cada mercado. Dada a dúvida trazida pela participante, a redação do inciso V do art. 39 foi alterada para indicar que o preço de fechamento deve ser divulgado quando houver.

ANCORD entende que o art. 38 (atual art. 39) excluiu os dados sobre ofertas realizadas do rol de informações obrigatórias que devem ser armazenadas e divulgadas pelas entidades administradoras de mercado organizado. A participante alega que, atualmente, o inciso I do art. 63 da Instrução CVM 461 prevê que a entidade administradora de mercado organizado deve manter, pelo prazo de cinco anos, “sistema de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas que permitam sua consulta ou reconstituição (...)”.

Por esse motivo, sugere: (a) a inclusão de novo inciso no **caput** do art. 38 (atual art. 39) para estabelecer a necessidade de a entidade administradora divulgar e manter armazenadas informações a respeito das ofertas realizadas em seus ambientes de negociação; e (b) a alteração da redação do § 2º do art. 38 (atual art. 39) para indicar que essas informações também devem ser mantidas à disposição do público pelo prazo previsto na norma.

A sugestão não foi acatada. O inciso I do art. 63 da Instrução CVM 461 se referia apenas à obrigação de manutenção e guarda das informações. Esse dispositivo não tratava da divulgação de informações aos investidores de forma pública e gratuita.

Ressalta-se que a norma já estabelece, respectivamente, nos atuais art. 77 e § 2º do art. 107 o dever das entidades administradoras de mercado organizado de assegurar a transparência das ofertas e de manter sistemas de armazenamento e recuperação de dados referentes às ofertas e operações realizadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Bloomberg sugere que a norma indique que os dados de mercado devem ser disponibilizados de maneira não discriminatória, facilmente acessíveis e em formato e tempo idênticos para todos os participantes do mercado.

Propõe ainda que a norma especifique que os dados devem ser fornecidos em um formato sincronizado, consistente e estruturado e devem ser legíveis por máquina de forma a permitir a captura de dados de maneira fácil, automatizada, irrestrita e em tempo real.

Bloomberg também sugere que, em virtude das implicações para os usuários, quaisquer alterações de formato devem ser feitas mediante aviso prévio com tempo suficiente para que os usuários possam realizar as alterações necessárias em seus sistemas e processos de captura de dados em tempo útil para minimizar problemas em sua adaptação.

Alguns Hedge, por sua vez, discorda da competência dada às entidades administradoras no § 1º do art. 38 (atual art. 39) para definir o formato e profundidade dos dados de mercado divulgados, pois acredita que em ambiente de competição a transparência pode não ser prioridade.

Sugere que o assunto seja regulamentado em norma à parte para que o interesse público seja defendido e as entidades administradoras de mercado organizado não corram o risco regulatório de questionamento posterior, decorrente da evolução do próprio mercado.

Optiver sugere que a norma determine que os dados devem obrigatoriamente ser fornecidos em formato que possibilite sua leitura e processamento de forma automática.

André Bacci propõe que, havendo concorrência entre bolsas, os dados previstos no inciso IV do art. 38 (atual art. 39) sejam disponibilizados utilizando semelhante disposição de campos.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Não se entendeu necessário regulamentar a divulgação de dados de mercado em separado em norma específica.

Também não se entendeu necessário prever que os dados de mercado devam ser divulgados em formato sincronizado, consistente e estruturado e que esses devam ser legíveis



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

por máquina, uma vez que o § 1º do atual art. 39 prevê que os dados previstos nos incisos IV e V do **caput** desse artigo devem ser divulgados e mantidos à disposição do público em formato adequado às necessidades dos investidores de identificação, visualização, captura e utilização das informações.

Não obstante, a redação do § 1º do art. 39 foi modificada para prever que as entidades administradoras devem divulgar os dados de mercado com conteúdo e formato que: (a) garanta o acesso às informações em bases não discriminatórias, em formato e tempo idênticos para todos os participantes do mercado; e (b) facilite a consolidação da informação com dados semelhantes de outras entidades administradoras de mercado organizado.

Também foi incluído novo parágrafo no art. 39 estabelecendo que as entidades administradoras de mercado organizado devem comunicar ao mercado, em prazo prévio adequado, alterações no conteúdo e formato utilizado para a divulgação das informações previstas nos incisos IV e V do **caput**.

Bloomberg propõe que a norma defina os termos “disponível” e “público” (§ 2º do art. 38, atual art. 39). A participante solicita que o termo “público” contemple todos os participantes do mercado, incluindo empresas comerciais, como fornecedores de dados, bem como o público em geral.

A sugestão não foi acatada. Não se entendeu necessário incluir definição no art. 2º sobre os termos “disponível” e “público”, tendo em vista que eles são utilizados em outras regulamentações da CVM sem que se tenha notícia sobre dúvidas geradas sobre seu alcance.

No entanto, em função da preocupação colocada pela participante, a redação do **caput** do § 2º do atual art. 39 foi alterada para indicar que as informações demandadas no artigo devem ser divulgadas e mantidas na página das entidades administradoras na internet para o acesso livre e gratuito por qualquer usuário pelo tempo previsto na norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD entende que o inciso I do § 2º do art. 38 (atual inciso III do § 2º do art. 39) reduziu de 5 anos para 18 meses o prazo previsto nos incisos I dos arts. 16 e 63 da Instrução CVM 461 em que as informações sobre os negócios realizados nos ambientes de negociação devem ficar disponíveis para o público.

Para a ANCORD, essa alteração não seria adequada, uma vez que os dados pós-negociação são essenciais para a constituição de um mercado transparente e eficiente, e tais informações podem ser úteis em eventuais processos, de modo que o prazo de 18 meses seria exíguo.

ABFINTECHS também entende que o prazo de 18 meses previsto no inciso I do § 2º do art. 38 (atual inciso III do § 2º do art. 39) deve ser aumentado, mas propõe que as informações fiquem disponíveis para o público por 36 meses.

Já a BBCE entende que o prazo de 18 meses é exagerado. Argumenta que as informações sobre negócios são utilizadas, atualmente, em tempo quase real, de modo que seu histórico pouco contribui para as decisões futuras.

As sugestões não foram acatadas. O prazo de 5 anos previsto nos incisos I dos arts. 16 e 63 da Instrução CVM 461 se referia apenas à obrigação de guarda das informações. Esses dispositivos não tratavam da obrigação de manutenção das informações acessíveis aos investidores de forma pública e gratuita.

O prazo de 18 meses fixado no atual inciso III do § 2º do art. 39 procura equilibrar os diferentes interesses envolvidos e foi incluído na norma por ser o mesmo dado ao investidor pela regulamentação para pleitear ressarcimento ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

André Bacci sugere alteração no inciso II do § 2º do art. 38 (atual inciso III do § 2º do art. 39) para incluir as informações previstas no inciso IV do **caput** no dever de manutenção de informações, de forma pública, pelo prazo de 18 meses.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O comentário do participante foi parcialmente acatado e a redação do § 2º do atual art. 39 foi modificada, mas, para equilibrar os interesses envolvidos, preferiu-se fixar que as informações do inciso IV do **caput** do art. 39 devem ser mantidas disponíveis para acesso público e gratuito pelo prazo de 20 dias úteis, uma vez que atualmente essas informações ficam disponíveis por 10 dias.

B3 e BSM pedem que seja fixado prazo de 6 meses para a entrada em vigor da exigência do inciso I do § 2º do art. 38 (atual inciso III do § 2º do art. 39), uma vez que o prazo previsto na norma é significativamente diferente da prática atual.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, dado que a norma já concede, no atual parágrafo único do art. 189, prazo de 180 dias para que as entidades administradoras adaptem as normas dos mercados por elas administrados às disposições da nova resolução.

ATS sugere ajuste no inciso II do § 2º do art. 38 (atual inciso IV do § 2º do art. 39), com a exclusão da referência ao inciso I do **caput** desse artigo. Para a participante, os documentos mencionados no inciso I do **caput** do art. 38 (atual art. 39) dizem respeito à constituição e à governança interna da entidade administradora motivo pelo qual é relevante que estejam permanentemente disponíveis para viabilizar o escrutínio pelo mercado.

BBCE, por sua vez, considera que o prazo de 5 anos para a manutenção de informações proposto no inciso II do § 2º do art. 38 (atual inciso IV do § 2º do art. 39) é excessivo, principalmente no caso do mercado de balcão organizado. A participante entende que a manutenção de informações já sem validade não teria relevância para o mercado.

Sugere também que os anúncios da adoção de procedimentos especiais sejam mantidos disponíveis por apenas 24 meses, dado o dinamismo do mercado. Também indica que o prazo de 5 anos para manter a decisão de suspensão do participante fere o direito ao esquecimento. Entende



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que a informação deve ser mantida apenas enquanto perdurar a penalidade, sob pena de ferir o princípio constitucional da dignidade da pessoa humana.

As sugestões da BBCE não foram acatadas por se entender que o acesso às regras que governam o funcionamento dos mercados organizados, inclusive com a possibilidade de verificar as normas válidas em determinado momento, é relevante para o mercado como um todo e para os participantes em particular.

As informações relativas à suspensão de participantes são úteis para as tomadas de decisão por parte dos investidores. Também deve-se considerar que os anúncios da adoção de procedimentos especiais são informações importantes para o investidor e sua manutenção pelo prazo de 5 anos possui baixo custo.

Em função da preocupação trazida pela ATS, a redação do inciso I do **caput** do atual art. 39 e do § 2º desse artigo foi modificada para esclarecer que o prazo de manutenção de 5 anos se aplica somente às alterações dos documentos citados no inciso I do **caput** do art. 39, devendo a versão consolidada dos documentos ser mantida permanentemente disponível ao público.

B3 e BSM sugerem ajuste no art. 39 (atual art. 40) para prever que o dispositivo se refere à política de divulgação de dados regulatórios, evitando confundir com as demais políticas de divulgação de informações eventualmente aplicáveis à entidade, tais como a política de divulgação de informações de companhia aberta.

A sugestão foi acatada e a redação do atual art. 40 foi modificada para melhor esclarecer o ponto suscitado pelas participantes.

B3 e BSM alertam que o art. 41 (atual art. 42) deveria fazer referência ao Anexo 40-I e não ao Anexo 38-II, inexistente na Minuta. TAG faz alerta no mesmo sentido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os comentários foram acatados, mas a nomenclatura do Anexo 40-I foi alterada para Anexo B, seguindo o novo padrão adotado pela CVM em virtude do Decreto nº 10.139, de 2019. O mesmo padrão foi aplicado nos demais anexos da norma, com exceção dos anexos normativos decorrentes da consolidação de normas demandada por aquele mesmo decreto, que passam a ser numerados em algarismos romanos.

Alguns Hedge sugere que a norma garanta:

(a) o acesso público e gratuito aos dados de mercado para os investidores e participantes que necessitem se defender de acusações de irregularidades em investigações e processos administrativos movidos pela CVM e pelo Banco Central do Brasil;

(b) a formação de uma base de dados capaz de reproduzir as reais condições de mercado e de livre acesso para que as áreas de **compliance** realizem análises das operações realizadas;

(c) meios que possibilitem aos investidores, intermediários e provedores de software a geração de testes operacionais e o desenvolvimento de operações e estratégias empregando dados reais em séries longas;

(d) a divulgação pública da metodologia dos índices de preço e demais referenciais de mercado utilizados pelo mercado organizado, bem como a manutenção pública, pelo prazo de 5 anos de seus valores, quantidades teóricas e eventuais ajustes e rebalanceamentos; e

(e) a faculdade de a CVM alterar os critérios e prazos, se julgar necessário, e estabelecer as condições para a apresentação e publicidade das informações de forma a garantir a transparência e o interesse público.

As sugestões não foram acatadas. As informações que foram consideradas importantes para efeito da garantia de acesso público e gratuito, por envolverem o interesse comum de todo o mercado, são as elencadas no atual art. 39.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

UBS sugere que a norma inclua requerimentos específicos sobre a comercialização de dados de mercado por parte das bolsas para evitar futuros conflitos de interesses. Ressalta que as regras estabelecidas sobre a disseminação de dados de mercado estão mais relacionadas ao acesso público e gratuito das informações. Contudo, salienta que a crescente eletrônica do mercado faz com que os dados de negócios distribuídos em tempo real tenham importância cada vez maior na tomada de decisão dos clientes e que em algumas jurisdições verificou-se um incremento de preço nas informações distribuídas pelas bolsas.

Bloomberg, por sua vez, compreende que, no caso dos dados sujeitos a taxas, qualquer cobrança deve ser determinada em uma base comercial razoável, o que pode incluir os custos associados à disponibilização dos dados, além de uma margem comercial razoável. Para a Bloomberg, não deveria ser cobrada nenhuma outra taxa de uso ou acesso, sendo que a utilização dos dados gratuitos deve estar livre de restrições.

ANBIMA defende que a transparência de informações sobre custos, particularmente sobre emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas entidades administradoras contribuiria no objetivo de adequar a regulamentação a um ambiente de concorrência.

ABFINTECHS compreende que o exercício abusivo de posição dominante pelas bolsas ou mercados de balcão organizado poderia caracterizar, no limite, infração ao inciso IV do art. 36 da Lei nº 12.529, de 2011. Em função disso, sugere que a CVM obtenha e divulgue ao mercado o posicionamento do Conselho Administrativo de Defesa Econômica sobre a questão do acesso e consolidação dos dados de mercado, antes de editar a versão final da norma.

Propõe ainda que sejam incluídos novos parágrafos no art. 38 (atual art. 39) para prever que: (a) os participantes ou seus clientes têm o direito de contestar o preço cobrado pelas informações não públicas nos termos da norma, dada a competência da CVM, nos termos da Lei nº 6.385, de 1976, para editar normas sobre a administração de bolsas e os custos cobrados; e (b) caso a entidade administradora de mercado organizado não seja capaz de comprovar a razoabilidade do preço cobrado pelos dados de mercado gerados em seu ambiente de negociação, a CVM pode,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

justificada e proporcionalmente, determinar a redução do preço, sem prejuízo de eventuais punições cabíveis por infração a esta norma.

Os comentários foram parcialmente acatados. A norma já prevê, nos atuais arts. 78 e 79, que as contraprestações estabelecidas pelas entidades administradoras de mercado organizado devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados e que a CVM, embora não aprove previamente as contraprestações estabelecidas, pode solicitar demonstração detalhada de sua formação e determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos.

Com isso, a norma dá aos usuários das informações mecanismos para questionar, de forma fundamentada, a razoabilidade dos preços praticados.

Não obstante, compreendeu-se que favorecer o melhor entendimento dos usuários da política comercial das entidades administradoras poderia contribuir para promover a transparência e reduzir a possibilidade de conflitos no mercado.

Assim, foi incluída a alínea “f” no inciso I do **caput** do atual art. 39, que passou a prever que as entidades administradoras de mercado organizado devem divulgar sua política comercial em sua página na internet, indicando os critérios e valores cobrados pelo fornecimento de dados de mercado não gratuitos nos termos da norma, bem como de quaisquer outros emolumentos, comissões ou taxas cobradas em seus mercados administrados.

Bloomberg entende que a CVM deve adotar mecanismos de fiscalização adequados para garantir o cumprimento da norma. Com base em experiências de outras jurisdições, a participante não recomenda que essa atividade fique à cargo da autorregulação, devido ao conflito de interesses inerente que se apresenta.

Optiver também sugere que o cumprimento dessa exigência seja monitorado pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não se entendeu necessário alterar a norma, pois ela já contém diversos dispositivos voltados para promover o adequado acompanhamento, pela CVM, do cumprimento da norma pelas entidades administradoras e o funcionamento dos mercados organizados, inclusive mediante demanda do mercado.

2.18. Capital social (arts. 44 a 45, atuais arts. 45 e 46)

O art. 44 (atual art. 45) veda que participantes dos mercados administrados detenham participação acima de 10% no capital social de entidade administradora de mercado organizado.

B3 e BSM sugerem que a norma indique expressamente que essa vedação se estende a participações diretas ou indiretas, dado que o potencial conflito de interesse estaria presente em qualquer dessas situações.

As participantes também propõem que a norma indique que, para fins do cômputo dos 10% previstos no art. 44 (atual art. 45), devem ser também consideradas eventuais posições em derivativos referenciados em ativos representativos do capital social da entidade administradora de mercado e quaisquer outros instrumentos que acarretem a transferência de direitos econômicos ou políticos.

As sugestões foram acatadas e a redação do atual art. 45 foi alterada da forma sugerida pelas participantes.

Em complemento, de forma coerente com a decisão incorporada ao novo arcabouço regulatório por meio do art. 152 da Resolução CVM 135, que excluiu a limitação de participação no capital social de entidades administradoras de mercado de balcão organizado, a eventual manutenção, alteração ou exclusão dos comandos inscritos nos arts. 45 e 46 da norma, no que se refere às entidades administradoras de mercado organizado, será objeto de estudos específicos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da CVM, bem como de discussões que serão conduzidas oportunamente, de acordo com os ritos aplicáveis ao processo normativo.

CSDBR sugere que a norma indique que as entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro e as entidades administradoras de mercado organizado não poderão manter em sua composição societária pessoas jurídicas que estejam sujeitas a regulação ou supervisão realizada por essas entidades.

A sugestão não foi acatada. A norma já indica na versão final do atual art. 46 que os participantes dos mercados administrados, bem como seus controladores diretos ou indiretos e sociedades controladas ou sob controle comum, não podem deter, direta ou indiretamente, mais de 10% do capital social com direito a voto da entidade administradora de mercado organizado.

Estabelece também que o estatuto social da entidade administradora de mercado organizado deve prever a limitação do exercício de direitos de voto no caso do descumprimento dessa determinação da norma.

2.19. Exclusão da vedação a operações com liquidez oculta (art. 50, atual art. 77)

Algun Hedge afirma que a liquidez oculta é uma realidade em diversos mercados mundiais e que ela não significa a inexistência de supervisão e controles, e sim a não visibilidade da quantidade ofertada, o que seria interessante para negócios envolvendo volumes elevados de valores mobiliários.

Algun Hedge sugere que a norma autorize que as operações realizadas no mercado de bolsa ou de balcão organizado possam se caracterizar como de liquidez visível (em que todos os participantes podem observar a inserção das ofertas e o seu fechamento) ou de liquidez oculta (onde a operação, observadas certas condições, pode ser realizada mediante registro de ofertas, internalização de ordens ou registro de negócios diretos).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

De acordo com a participante, a norma veda no art. 50 (atual art. 77) a existência de operações com liquidez oculta ao determinar que os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.

Alguns Hedge acreditam que a restrição para operações no mercado de balcão organizado com valor mobiliário admitido à negociação em bolsa de valores obriga que a operação seja cursada no mercado aberto ao público, resultando em uma informação distorcida sobre a liquidez do mercado.

Em função disso, sugere que seja incluído novo parágrafo no art. 50 (atual art. 77) dispondo que no balcão organizado será admitido o registro de operação envolvendo valor mobiliário autorizado à negociação em outro mercado organizado, contanto que a operação seja destinada à provisão de liquidez ou a operações privadas, e que sejam oferecidas condições de negociação iguais ou melhores às encontradas no mercado onde o valor mobiliário é autorizado.

A sugestão não foi acatada. A admissão de valores mobiliários à negociação é tratada na Seção VI do Capítulo VI da norma, que regulamenta as hipóteses de negociação em uma categoria de mercado, de valores mobiliários admitidos em outro. A realização de operações privadas envolvendo valores mobiliários admitidos à negociação em mercado organizado, por sua vez, já é permitida no atual art. 94 da norma.

Além disso, a permissão para registro em mercado de balcão organizado de operações envolvendo qualquer tipo de valor mobiliário admitido à negociação em outro mercado organizado, sob o argumento genérico da provisão de liquidez, deturparia a concepção do que vem a ser um balcão organizado e fragilizaria o sistema de acompanhamento e de divulgação de informações que as normas sobre admissão, suspensão e exclusão da negociação de valores mobiliários procuram estabelecer.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.20. Condições para admissão de participantes (arts. 56 e 57, atuais arts. 83 e 84)

O **caput** do art. 56 (atual art. 83) indica que, na análise de pedido de admissão de participante, a entidade administradora de mercado organizado deve considerar, dentre outros, a estrutura organizacional e de controles internos do interessado, os recursos humanos e materiais exigíveis, e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

TAG acredita que não cabe à entidade administradora aferir e fiscalizar a idoneidade e a aptidão profissional das pessoas que atuam em nome da pessoa jurídica que pleiteia a participação, sobretudo por tratar-se de valoração eminentemente subjetiva e que impõe ônus demasiadamente custoso a tais entidades.

Em função disso, solicita a exclusão dessa exigência específica ou, alternativamente, que sejam indicados na norma os aspectos objetivos para a caracterização da idoneidade e da aptidão profissional que devem ser considerados.

As sugestões não foram acatadas. Compete às entidades administradoras zelar pelo funcionamento regular e pela higidez dos mercados administrados, sendo as condições por elas estabelecidas para a admissão de participantes um dos mecanismos utilizados para o cumprimento desse dever.

Ao desenvolver suas normas para a admissão de participantes, as entidades administradoras podem estabelecer critérios objetivos para avaliar a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuam em nome do participante, tal como ocorre nos atuais arts. 24 e 25 da norma, em relação aos administradores das entidades administradoras de mercado organizado.

BBCE indica que o inciso V do art. 57 (atual art. 84) inclui a adesão ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos como condição obrigatória para admissão de participante pela entidade administradora de mercado organizado. BBCE aponta, no entanto, que a adesão a esse mecanismo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

em mercado de balcão organizado é optativa de acordo com o art. 108 (atual art. 155). Assim, sugere que essa exceção seja transferida para o inciso V do art. 57 (atual art. 84).

O comentário foi considerado pertinente e foi realizado ajuste na redação do inciso V do atual art. 84 que atende a preocupação da participante.

2.21. Admissão de valores mobiliários à negociação (art. 60, atual art. 87)

Considerando que os derivativos são valores mobiliários, nos termos dos incisos VII e VIII do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, ANBIMA, B3 e BSM sugerem ajuste na redação do **caput** do art. 60 (atual art. 87), que prevê que podem ser negociados nos mercados organizados os valores mobiliários autorizados pela CVM e os derivativos cujas especificações contratuais tenham sido aprovadas pela CVM.

B3 e BSM entendem que a disciplina dos derivativos, inclusive no que se refere ao tratamento para suspensão ou exclusão de que trata o inciso II do art. 70 (atual art. 98), deveria se dar exclusivamente na Instrução CVM 467.

Já ANBIMA solicita que a CVM esclareça se o disposto no art. 60 (atual art. 87) afasta outras normas referentes aos derivativos existentes, notadamente a Instrução CVM 467.

A sugestão de alteração da redação do **caput** do atual art. 87 foi parcialmente acatada. O texto do **caput** foi aprimorado, mas também foi criado novo parágrafo único para ressaltar que a aprovação prévia, pela CVM, do modelo do contrato é requisito para a negociação de derivativo em mercado organizado.

A sugestão para que as regras referentes aos derivativos, incluindo as relativas à suspensão e à exclusão da negociação, fossem transferidas para a Instrução CVM 467 não foi acatada, tendo sido mantida no inciso II do atual art. 98 a mesma disciplina adotada na Instrução CVM 461.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Deve-se observar que a Instrução CVM 467, cujo conteúdo foi consolidado no Anexo Normativo II da norma, cuida especificamente do processo de aprovação, pela CVM, dos contratos de derivativos admitidos à negociação em mercado organizado ou submetidos à registro. Também cabe considerar que o disposto no atual art. 87 não ilide, de qualquer forma, as normas da Instrução CVM 467.

Em face disso, considerou-se conveniente manter o modelo atual da Instrução CVM 461 que estabelece, observadas as especificidades necessárias, um modelo comum para todos os valores mobiliários quanto às regras de negociação, incluindo as normas relativas à suspensão e à exclusão da negociação, o que confere maior previsibilidade para o mercado e reduz o custo de observância para as entidades administradoras de mercado organizado.

2.22. Listagem de emissores e admissão de valores mobiliários à negociação (arts. 61 e 62, atuais arts. 88 e 89)

B3 e BSM entendem que é positiva a manutenção do modelo em que a entidade administradora em que ocorreu a listagem é a responsável pelo monitoramento dos emissores, conforme proposto no inciso I do § 2º do art. 61 da Minuta A (atual § 4º do art. 88) e no inciso II do § 1º do art. 8º da Minuta B.

Não obstante, alertam que será necessária a revisão dos convênios de supervisão conjunta de emissores firmados entre a B3 e a CVM em um cenário em que outras bolsas também sejam responsáveis pela listagem de emissores para que as atribuições previstas nesses convênios sejam compartilhadas entre os diversos ambientes de listagem, notadamente no que diz respeito à utilização da mesma plataforma para o recebimento de informações (sistemas Empresas.Net e Fundos.Net).

A questão será considerada quando da concessão de autorização para operação de outro ambiente de bolsa que seja responsável pela listagem de emissores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Algus Hedge entende que as decisões de listagem e de exclusão de valor mobiliário podem ter sério impacto, tanto na análise do crédito da empresa, quanto na capacidade de negociação dos valores mobiliários de acionistas minoritários. Por isso, acredita que os critérios para a exclusão devem ser considerados dentro de um contexto uniforme para todos os mercados e o interesse público, e devem ser muito objetivos, não incluindo elementos como a liquidez, o baixo valor na cotação das ações ou o tamanho da empresa.

Assim, sugere que a redação do **caput** do art. 61 (atual art. 88) e do § 1º art. 70 (atual art. 98) sejam alteradas, bem como seja acrescentado novo parágrafo ao art. 70 (atual art. 98) para prever que a decisão de listagem ou de exclusão de valor mobiliário depende de decisão final da CVM.

As sugestões não foram acatadas. A atribuição de competência às entidades administradoras de mercado organizado para estabelecer regras próprias de organização é importante não só para que essas entidades possam cumprir com seu dever de autorregulação previsto no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, como também para que tenham capacidade de fazer com que seus mercados administrados funcionem de forma compatível com sua estratégia de negócios.

Além disso, deve-se ter em conta que as regras editadas pelas entidades administradoras de mercado organizado devem ser aprovadas pela CVM. Isso permite que a Autarquia possa permanentemente avaliar se essas regras são compatíveis com a regulação, se contêm regras claras e objetivas sobre os requisitos e sobre processo de análise do pedido de listagem e se há um devido equilíbrio entre os interesses dos emissores, e a devida proteção dos investidores e do funcionamento regular dos mercados.

ANBIMA, B3 e BSM pedem esclarecimento sobre o alcance e o objetivo do § 1º do art. 61 (atual art. 88) que estabelece que a listagem de emissor em mercado organizado corresponde a admissão à negociação dos valores mobiliários por ele emitidos no respectivo mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA indaga se a intenção da norma é indicar que a listagem do emissor implica que quaisquer valores mobiliários por ele emitidos passam a estar, automaticamente, admitidos à negociação naquele respectivo mercado organizado ou se o intuito é estabelecer que a listagem de emissor tão somente possibilita a admissão à negociação desses valores mobiliários naquele mercado.

Em relação ao mesmo ponto, B3 e BSM salientam que as regras de listagem propostas visam a regular, principalmente, as companhias emissoras de ações, pois a aplicação de alguns dispositivos poderia não ser adequada para a realidade dos emissores de instrumentos de renda fixa ou emissores de outros valores mobiliários.

As participantes indicam que, na B3, o emissor de instrumentos de renda fixa não é efetivamente listado, mas sim credenciado para fins de admissão à negociação dos valores mobiliários de sua emissão – processo menos oneroso quando comparado ao aplicado aos emissores de ações.

Indicam que levantamento internacional identificou que, usualmente, os requisitos regulatórios para as companhias emissoras de instrumentos de renda fixa são significativamente mais simples em comparação às companhias emissoras de ativos de renda variável. Para as participantes, isso reforçaria seu entendimento de que não deveria ocorrer no mercado brasileiro uma equiparação de critérios e regras de listagem de emissores de ativos de renda fixa e de renda variável. Isso porque estar-se-ia criando custos e obrigações adicionais que poderiam acabar por restringir o acesso de empresas, sobretudo as menores, ao mercado de capitais por meio da emissão de títulos de dívida.

B3 e BSM ressaltam que há valores mobiliários que são apenas admitidos à negociação sem que haja a necessidade de listagem do emissor, ocorrendo vezes em que a listagem nem é factível, como no caso dos BDR não patrocinados, dos derivativos e COE.

Entendem que, em virtude disso, não seria possível aplicar certos dispositivos propostos, tais como o § 1º do art. 61 e o art. 63 (atuais arts. 88 e 90), que permitiriam a leitura de que: (a) a negociação de valores mobiliários pressupõe necessariamente a listagem de seu emissor e que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apenas os valores mobiliários cujos emissores forem listados podem ser negociados em mais de um ambiente; e (b) ao se listar, o emissor teria, automaticamente, todos os valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação ainda que contra a sua intenção ou estratégia.

B3 e BSM entendem que deve ser mantida a dinâmica atual, em que o emissor tem a opção de escolher qual valor mobiliário de sua emissão será admitido à negociação e apenas os emissores de ações e emissores estrangeiros patrocinadores de BDR níveis II ou III são obrigatoriamente listados, podendo os demais valores mobiliários, incluindo instrumentos de renda fixa, ser admitidos à negociação em mercado organizado independentemente de o seu emissor ser listado ou não.

As participantes entendem que o § 1º do art. 61 (atual art. 88) seria voltado especificamente para o caso dos emissores de ações e que o objetivo da CVM seria exigir a admissão à negociação de ações na bolsa de listagem como requisito básico para a admissão à negociação dessa mesma espécie e classe de ação por outra entidade administradora.

Em consequência sugerem ajustes na redação do § 1º do art. 61 (atual art. 88) e a inclusão de novos parágrafos para: (a) esclarecer que a admissão de valor mobiliário à negociação não pressupõe a listagem do emissor em todos os casos; (b) prever que no caso de emissor de ações, a admissão à negociação de ações na respectiva bolsa de listagem é pressuposto para a admissão à negociação do valor mobiliário de mesma espécie e classe em outra entidade administradora de mercado de bolsa; (c) indicar as hipóteses em que a listagem do emissor é requisito obrigatório; e (d) prever que a entidade administradora pode estabelecer em regulamento outras hipóteses de listagem de emissores.

B3 e BSM sugerem que, caso a CVM entenda adequado exigir a listagem para todo e qualquer tipo de valor mobiliário, a entidade administradora de mercado seja autorizada a estabelecer requisitos de listagem diversos dependendo da especificidade de cada emissor, do valor mobiliário emitido e da categoria de mercado em que ele será negociado.

Os comentários da B3 e BSM foram parcialmente acatadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão de tratar a listagem do emissor e a admissão de valor mobiliário à negociação como atos distintos foi acatada, mas optou-se por manter a listagem do emissor como condição para a admissão à negociação de determinados valores mobiliários.

Assim, a redação do § 1º do art. 61 (atual art. 88) foi modificada para indicar que a listagem do emissor é necessária para a admissão à negociação em mercado organizado dos valores mobiliários expressamente indicados no dispositivo. Os valores mobiliários não mencionados no dispositivo não demandam um processo de listagem prévia à sua admissão à negociação.

Também foram incluídos os §§ 2º e 3º no atual art. 88 para prever que a entidade administradora de mercado organizado pode estabelecer outras hipóteses de listagem de emissor em seus regulamentos, que deverão prever a obrigatoriedade da admissão à negociação nos mercados administrados de ao menos um valor mobiliário de emissão pelo emissor listado.

Não foi acatada, contudo, a sugestão da B3 e BSM de prever na norma que, no caso das ações, uma outra entidade administradora de mercado de bolsa somente poderia admitir à negociação ações da mesma espécie e classe que já fossem negociadas no mercado de bolsa em que seu emissor seja listado.

B3 e BSM sugerem ajustes no **caput** do art. 65 (atual art. 92), no inciso III do § 1º do art. 68 (atual art. 96), e no **caput** do art. 70 (atual art. 98) que utilizam a expressão “listagem” ao se referir à negociação de valores mobiliários.

O comentário foi acatado e foram feitos os ajustes sugeridos na versão final da norma.

O inciso II do § 2º do art. 61 (atual § 4º do art. 88) estabelece que a entidade administradora de mercado organizado responsável pela listagem deve comunicar imediatamente, às demais entidades administradoras de mercado organizado em que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação, as decisões de suspensão ou exclusão de sua negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM entendem que indicar que a comunicação deve ser imediata pode não ser suficiente para endereçar a preocupação da CVM quanto à adoção de ações tempestivas pelas diferentes administradoras de mercado. Assim, sugerem a inclusão de novo parágrafo no art. 61 (atual art. 88) para prever que as entidades administradoras de mercado organizado devem possuir procedimentos de interoperabilidade que permitam que as decisões de suspensão e exclusão de negociação da entidade administradora de mercado organizado responsável pela listagem sejam simultaneamente executadas nos demais mercados em que os valores mobiliários sejam negociados.

André Bacci também entende que um processo de suspensão e liberação manual incluiria riscos de defasagens na transmissão da informação, de forma que um valor mobiliário suspenso poderia continuar a ser negociado em outros ambientes ou poderia continuar com sua negociação suspensa em determinados ambientes mesmo com sua negociação tendo sido retomada no ambiente de listagem do emissor.

Em função disso, sugere que a redação do inciso II do § 2º do art. 61 (atual art. 88) seja alterada para prever a existência de um sistema inter bolsas por meio do qual seriam comunicadas as decisões de suspensão, liberação ou exclusão da negociação de valores mobiliários.

O participante também sugere a inclusão de novo parágrafo no art. 61 (atual art. 88) para prever que as entidades administradoras de mercado organizado devem divulgar diariamente por meio de um sistema inter bolsas: (a) informação cadastral de todos os ativos admitidos à negociação, anteriormente à abertura do mercado; e (b) admissão de novos valores mobiliários à negociação no pregão aberto.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Foi incluído o parágrafo único no atual art. 89, que passou a determinar que as entidades administradoras de mercado organizado devem estabelecer entre si procedimentos aptos a viabilizar que as decisões de suspensão e exclusão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

sejam executadas de forma simultânea para os valores mobiliários admitidos à negociação em seus mercados administrados.

Não se entendeu necessário prever na norma que as entidades administradoras devem divulgar entre si informações sobre a situação cadastral e a admissão de valores mobiliários à negociação uma vez que os procedimentos de interoperabilidade exigidos pela norma deverão incluir a troca de qualquer informação que se mostre importante e necessária para que seja alcançada finalidade da norma.

B3 e BSM compreendem que a possibilidade de negociação de um valor mobiliário em mercados mantidos por diferentes entidades administradoras demanda a regulamentação de outros procedimentos além da suspensão e da exclusão da negociação, tal como o retorno da negociação dos ativos e o **call** de fechamento dos negócios. Para as participantes, a harmonização desses procedimentos evitaria a arbitragem entre mercados ou prejuízos aos investidores nos casos de valores mobiliários negociados em mais de um ambiente estarem passando por procedimento de leilão, seja esse leilão decorrente de interrupções na negociação contínua ou ainda processos de **call** de abertura ou fechamento no mercado de listagem.

De acordo com a B3 e a BSM, em um cenário em que um mesmo valor mobiliário seja admitido à negociação simultânea em mais de um ambiente, é razoável supor que o conjunto de investidores que enviam ordens de compra e venda para esses ambientes não seja o mesmo. Dessa forma, a definição de preço desse valor mobiliário em procedimentos de leilão, sejam eles intradiários ou **call** de abertura ou fechamento, tenderiam a ser distintos, bem como seriam distintas as dinâmicas de prorrogação dos leilões, o que poderia criar arbitragem entre os mercados ou prejuízos aos investidores.

Por essa razão, propõem que, durante a realização de procedimentos de leilão no ambiente em que o emissor for listado (**call** de abertura e fechamento ou retomada da negociação de valores mobiliários cuja negociação contínua se encontrava suspensa), a negociação deve se manter suspensa nos demais ambientes onde esse valor mobiliário seja admitido à negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ressaltam que vigora no mercado brasileiro uma série de regras de negociação que podem levar à interrupção da negociação contínua de um determinado valor mobiliário em bolsa, situação em que a retomada da negociação também ocorre por meio de procedimento de leilão. Por esse motivo, entendem que a regulação da CVM deveria assegurar a equidade da aplicação de regras de negociação entre mercados organizados da mesma categoria a fim de evitar arbitragens entre eles ou prejuízos aos investidores nos casos de valores mobiliários negociados em mais de um ambiente.

B3 e BSM ressaltam que, no caso do **call** de fechamento, uma questão importante é a definição do mercado que será utilizado como referência para o preço do ativo, e observando a prática de grandes gestores globais, com atuação no mercado brasileiro e experiência em mercados fragmentados a prática observada é a utilização do preço de fechamento do mercado em que o emissor seja listado.

Assim, visando a garantir a precificação correta e padronizada, recomendam a adoção dessa prática na regulamentação, garantindo a melhor prática para o mercado brasileiro. Para tanto, B3 e BSM sugerem a inclusão de dois novos parágrafos no art. 61 (atual art. 88), prevendo, respectivamente, que: (a) será considerado como preço de fechamento aquele divulgado pela entidade administradora de mercado organizado em que o emissor seja listado; e (b) as entidades administradoras de mercado organizado deverão ter procedimentos de interoperabilidade que permitam que as decisões de suspensão e exclusão da negociação sejam simultaneamente executadas para os valores mobiliários admitidos à negociação em mais de um ambiente.

Andre Bacci salienta que a necessidade de sincronia na suspensão e retorno à negociação de um valor mobiliário também deveria se dar quantos aos leilões de abertura e fechamento (que podem se estender por horários diferentes entre bolsas) e leilões eventuais durante o pregão. O participante acredita que o início e o fim dos leilões também deveriam ser coordenados automaticamente por meio do sistema inter bolsas.

O conceito de interoperabilidade entre estruturas de mercado não se aplica às situações citadas, que descrevem mecanismos de coordenação entre as entidades administradoras.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ademais, compreendeu-se que a norma deve deixar espaço para que o próprio mercado estabeleça os mecanismos de coordenação necessários ao atendimento das preocupações colocadas.

Assim, optou-se por incluir o parágrafo único no art. 89, que obriga à criação de procedimentos que garantam a simultaneidade na aplicação de decisões de suspensão ou exclusão de valores mobiliários em mais de um mercado, quando tal medida for necessária.

No que se refere às regras de negociação na abertura, fechamento e uso de procedimentos especiais de negociação (e.g., leilões), também não se entendeu necessária a fixação na norma de critérios unificados para os diversos mercados, de forma que cada entidade administradora terá liberdade para estabelecer, em seus regulamentos, essas medidas.

Potenciais ineficiências decorrentes de procedimentos diferenciados adotados por diferentes mercados serão analisadas pela CVM, seja por ocasião da análise prévia das regras de cada mercado quando do pedido de autorização para funcionamento, seja posteriormente, à luz dos resultados observados após a entrada em funcionamento do respectivo mercado.

André Bacci compreende que a possibilidade da negociação de um valor mobiliário em várias bolsas conduz à discussão da fragmentação de mercado, problema que pode ser potencializado pela separação entre lotes padrão e lote fracionário dentro das bolsas. Em função disso, sugere que seja acrescentado novo parágrafo no art. 62 (atual art. 89) para fixar que a admissão à negociação de um valor mobiliário deve se realizar unicamente no menor lote de negociação do mesmo valor mobiliário listado em mercado administrado por outra entidade.

A sugestão não foi acatada por se entender que a exigência poderia afetar a possibilidade de concorrência entre as entidades administradoras de mercado organizado. É importante que cada entidade administradora de mercado organizado possa se organizar de forma compatível com sua estratégia de negócios e com o mercado que pretende atingir.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA sugere que seja incluído no art. 62 (atual art. 89) a mesma norma constante do § 2º do art. 70 (atual art. 98) que prevê que as entidades administradoras de mercados organizados devem envidar melhores esforços para firmar acordos ou convênios com entidades administradoras localizadas em outras jurisdições de forma a assegurar a suspensão simultânea da negociação de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados nacionais e estrangeiros.

A sugestão não foi acatada. O art. 62 (atual art. 89) trata de valores mobiliários negociados em mais de um mercado local, situação diversa da tratada no art. 70 (atual art. 98) que cuida de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados locais e em outras jurisdições.

2.23. Permissão para a negociação de um mesmo valor mobiliário em mais de uma categoria de mercado organizado (art. 63, atual art. 90)

O art. 63 (atual art. 90) trata da permissão expressa para que um valor mobiliário, exceto ações, seja negociado simultaneamente em categoria de mercado organizado distinto daquele em que o emissor já possui o mesmo valor mobiliário admitido à negociação, observada a necessidade da concordância do emissor.

B3 e BSM entendem que a CVM deveria aplicar, para todos os valores mobiliários, a vedação à negociação simultânea proposta para as ações, que só é excetuada para o caso de segmento de negociação de grandes lotes, conforme parágrafo único do art. 63 (atual art. 90).

As participantes defendem que as diferentes categorias de mercado organizado possuem modalidades de negociação bastante distintas, que implicam tratamentos diferentes de suspensão ou exclusão dos ativos, procedimentos especiais de negociação e tempestividade na divulgação de informações. Para B3 e BSM, tais regras são de difícil compatibilização na prática e a ausência de uniformidade poderia impactar a adequada e eficiente formação do preço dos ativos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Entendem também que mesmo a negociação de grandes lotes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa deveria ocorrer exclusivamente em mercado de bolsa, por procedimentos especiais ou em segmentos específicos criados para este fim.

Em função disso, propõem a exclusão do parágrafo único do art. 63 (atual art. 90) e alterações na redação do **caput** que passaria a vedar a negociação simultânea.

André Bacci também sugere que a redação do art. 63 (atual art. 90) seja modificada para passar a vedar a negociação simultânea de um mesmo valor mobiliário em categorias de mercado organizado distintas.

A SEAE/ME, por outro lado, entende que a proposta dos arts. 62 e 63 (atuais arts. 89 e 90) é benéfica para o mercado e está em linha com a desregulamentação proposta pela Lei de Liberdade Econômica, pois promoverá a concorrência no setor.

As sugestões da B3, BSM e de André Bacci não foram acatadas e foi mantida a permissão para que um valor mobiliário, exceto ações e outros ativos representativos de ações, seja negociado simultaneamente em categoria de mercado organizado distinto daquele em que o emissor já possui o mesmo valor mobiliário admitido à negociação.

Entendeu-se que a proposta traz benefícios para os investidores e para o desenvolvimento do mercado, ao possibilitar a criação de opções à realização dos negócios em mercado de bolsa.

Além disso, deve ser considerado que a norma promoveu, por meio dos atuais arts. 39 e 96 a 98, aperfeiçoamentos nas regras sobre a divulgação de informações e sobre a suspensão e exclusão de valores mobiliários. O objetivo foi compatibilizar essas regras com a proposta dos atuais arts. 89 e 90, e promover maior uniformidade na aplicação dos procedimentos de suspensão e exclusão entre as diferentes categorias de mercado e entidades administradoras de mercado organizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A possibilidade de ações negociadas em mercado de bolsa poderem ser também negociadas em mercado de balcão organizado no segmento de grandes lotes de valores mobiliários também foi mantida, por se entender que seu potencial impacto negativo sobre a formação de preços no livro de ofertas poderá ser controlado na determinação do conceito de grande lote adotado pela CVM, conforme comentado à frente.

De acordo com SL Tools, nas operações com instrumentos derivativos é inerente o descasamento entre (i) o preço do ativo listado no momento da negociação (quando a ordem é colocada); e (ii) o preço no momento do registro (quando a bolsa de valores emite o código do ativo e envia a operação para liquidação na **clearing**).

A participante afirma que, em virtude disso, há uma variação nas cotações, o que afeta a precificação da operação como um todo e inviabiliza a negociação dos derivativos de ativos listados que dependem da criação de código específico para negociação.

Em função disso, SL Tools sugere modificações no art. 63 (atual art. 90) para prever um mecanismo de registro prévio das condições financeiras das operações, no momento de sua negociação, registro esse que seria realizado em mercado de balcão organizado, observadas as seguintes condições:

(a) o ativo-objeto do derivativo deve estar listado em bolsa de valores, com cotação disponível em tempo real;

(b) o derivativo em questão deve ser uma operação permitida no âmbito das regras da bolsa de valores na qual o ativo-objeto do derivativo esteja listado, de modo que possa ser processada e liquidada pela entidade de compensação e liquidação; e

(c) para que o mercado de balcão organizado esteja habilitado a realizar o registro prévio das condições financeiras da operação, os seus relógios devem estar sincronizados aos relógios da bolsa de valores na qual o ativo-objeto do derivativo esteja listado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

SL Tools salienta que, ao utilizar o mercado de balcão organizado para registro prévio das condições financeiras, é possível (a) assegurar os preços de listagem dos ativos-objeto dos derivativos, no momento da sua negociação (por meio de registro de data e hora realizado pelo mercado de balcão organizado); e (b) com isso, permitir que os derivativos sejam processados e liquidados pela **clearing** ao preço de negociação apesar do lapso de tempo inerente entre a negociação efetiva e a emissão do código do ativo pela bolsa de valores, que é condição para a liquidação da operação pela **clearing**.

A sugestão não foi acatada. Não se entendeu necessário incluir a previsão na norma, uma vez que ela hoje não impede que um mercado de balcão organizado seja autorizado a operar por meio do registro de operações previamente realizadas nas condições sugeridas, desde que o modelo de negócio diferencie sua atuação em relação ao mercado de bolsa.

2.24. Admissão à negociação em mercado organizado de outros ativos (art. 64, atual art. 91)

O art. 64 (atual art. 91) estabelece que a admissão à negociação em mercado organizado de outros ativos que não valores mobiliários depende de prévia aprovação da CVM.

B3 e BSM entendem que a listagem e admissão à negociação de ativos que não valores mobiliários são prerrogativas das instituições administradoras de mercados organizados e que a exigência de aprovação da CVM estabelece um potencial conflito de competências e aumenta o custo de observância.

Acrescentam que há ativos que estão sob a competência de outras autoridades reguladoras e que já contam, portanto, com o escrutínio de tais órgãos – seria o caso, por exemplo, dos ativos financeiros, que são regulamentados pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Assim, sugerem que o art. 64 (atual art. 91) seja alterado para prever que: (a) no caso de ativos financeiros supervisionados pelo BCB, a CVM precisaria somente ser previamente notificada antes da admissão à negociação; e (b) nos ativos não regulados pelo BCB, se aplicaria a necessidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de prévia aprovação por parte da CVM antes da admissão à negociação, observando-se que a aprovação seria considerada concedida caso não houvesse objeção, por parte da CVM, após decorrido o prazo de 5 dias úteis a conta da apresentação do pedido de autorização.

A sugestão não foi acatada. Por ora, entendeu-se importante manter a competência da CVM para aprovar a admissão à negociação de outros ativos que não valores mobiliários para garantir que a Autarquia possa avaliar o impacto e os eventuais riscos trazidos para o funcionamento de nosso mercado, bem como possa se certificar, nos casos necessários, de que foram desenvolvidos os procedimentos necessários de segregação de riscos.

2.25. Negociação de valores mobiliários listados fora de mercado organizado (art. 66, atual art. 94)

ANCORD e XP afirmam que a internalização de ordens (negócios efetuados em sistemas alternativos de negociação, fora dos ambientes tradicionais de bolsas de valores) é uma prática permitida em diversos mercados estrangeiros.

ANCORD, XP e Chediak Advogados acreditam que a internalização de ordens pode trazer benefícios para os investidores, pois, ao ampliar a oferta de ambientes de negociação, aumentará a pressão competitiva, estimulando o desenvolvimento do mercado. Defendem que a manutenção no art. 66 (atual art. 94) da vedação atualmente prevista no art. 59 da Instrução CVM 461 pode dificultar o ingresso de entrantes no mercado.

XP afirma que a internalização não comprometeria a posição da B3, que teria todas as condições técnicas e operacionais de continuar figurando como entidade administradora líder do mercado brasileiro, como ocorre nos mercados estrangeiros onde a internalização é permitida. Aponta que a edição da Lei da Liberdade Econômica foi um grande passo para a expansão e desenvolvimento do mercado brasileiro, mas é importante que a CVM dê exequibilidade às normas previstas na lei mediante desenvolvimento de mecanismos que incentivem os negócios, a abertura de mercados e o empreendedorismo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD, XP e Chediak Advogados indicam que na Audiência Pública CVM SDM nº 06/07, que deu origem à Instrução CVM 461, a CVM reconheceu que a internalização de ordens poderia gerar benefícios para o mercado, mas optou por não incluir permissão para esse tipo de serviço entendendo que a estrutura do mercado de capitais nacional não estaria preparada para tanto.

ANCORD e Chediak Advogados ressaltam que a SDM afirmou na ocasião que a prática “incentiva a concorrência, que passa a se dar não apenas entre bolsas, mas também entre elas e os novos sistemas de negociação, bem como entre estes dois e os intermediários que internalizam ordens” e que o “advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas”.

XP defende, juntamente com a ANCORD, que os problemas tecnológicos que impediam a internalização foram superados, de modo que atualmente os intermediários dispõem da tecnologia necessária para prestar esse tipo de serviço aos seus clientes com segurança, eficiência e sem riscos ao funcionamento do mercado ou aos investidores.

XP afirma que o argumento da existência de “poucos intermediários de escala suficiente para prestar esse tipo de serviço (...)”, colocado como empecilho pela CVM à internalização de ordens, também foi superado.

XP também aponta que o argumento da ausência de “mecanismos que centralizem e consolidem as informações relativas às ofertas inseridas e os negócios realizados nos diferentes mercados de valores mobiliários” não mais se justifica. Afirma que o cenário atual é distinto 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**).

XP salienta que o argumento da ausência de uma disciplina quanto ao dever de **best execution** foi superado com a edição, em 2011, da Instrução CVM 505, que regulamentou os deveres dos intermediários relativos à matéria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XP também argumenta que a CVM, reconhecendo os benefícios gerados ao mercado, autorizou, em reuniões realizadas em 21.05.2019 e 28.05.2019, a realização de operações via **retail liquidity provider** (RLP), por um período experimental de 12 meses. Salienta que a principal diferença entre o RLP 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.

Para a XP, as ofertas RLP mostraram-se positivas ao mercado (incrementando a liquidez dos ativos e aprimorando o processo de formação de preços) e indicam que a proibição à internalização não mais se justifica. Assim, propõe que o assunto seja regulamentado em instrução própria.

ANCORD, por sua vez, sugere que o art. 66 (atual art. 94) seja alterado para indicar que a proibição de negociação fora de mercado autorizado não se aplica aos sistemas alternativos de negociação autorizados pela CVM, mantidos por intermediários.

ANCORD, XP e Chediak Advogados salientam que a internalização de ordens é uma prática regulamentada desde 1998 nos Estados Unidos e desde 2004 na União Europeia.

ANCORD e Chediak Advogados defendem que, nos mercados em que a internalização foi permitida, há estudos comprovando os benefícios dessa prática. Indica que na Europa, por exemplo, o **Committee of European Securities Regulators** divulgou estudo demonstrando que, com a regulação da internalização de ordens pela MiFID, as taxas cobradas dos participantes pelas entidades administradoras de mercado foram reduzidas em até vinte por cento.

Chediak Advogados argumenta que em vista da Lei da Liberdade Econômica, não é razoável a opção da CVM de manter na norma uma vedação cuja existência não faz mais sentido e que restringe injustificadamente a livre concorrência, cria uma reserva de mercado que favorece principalmente a posição monopolista exercida pela B3 e prejudica investidores.

Para Chediak Advogados, a manutenção da proibição também alija as pessoas do direito previsto na Lei da Liberdade de Econômica de desenvolverem, executarem e operarem novas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

modalidades de serviços e produtos, quando as normas vigentes se tornarem obsoletas e desatualizadas.

Para Chediak Advogados, tendo em vista que a CVM está promovendo uma reforma nos mercados organizados, não parece eficiente ignorar o tema nesse momento, mantendo a vedação, até mesmo porque a agenda regulatória da CVM já compreende a realização de estudos a respeito da adoção da internalização. Em função disso, propõe que a internalização seja discutida com o mercado e regulamentada pela CVM em proposta de norma específica.

ANCORD sugere que, no âmbito das discussões objetivando a regulamentação da internalização de ordens, seja também avaliada a possibilidade de constituição e funcionamento de ambientes de liquidez oculta (**dark pools**), bem como que se estabeleça um procedimento simplificado de autorização para a criação de ambientes alternativos de negociação por parte dos intermediários.

Alguns Hedge argumenta que a internalização de ordens é empregada no mundo inteiro e traz o benefício de criar um ambiente segregado para operações de provisão de liquidez e de negociação de estratégias. Afirma que a segregação melhora a qualidade das informações de preço e liquidez para os investidores interessados em outras estratégias e facilita a supervisão das operações.

Em função disso, sugere que seja incluído novo parágrafo no art. 66 (atual art. 94) para prever que a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação é permitida quando ocorrerem em plataformas destinadas especificamente à atuação do provedor de liquidez, nas diversas modalidades do mercado organizado, devidamente autorizadas, sob as seguintes condições: (a) as operações devem receber autorização prévia dos clientes; (b) a execução da ordem deve garantir que o cliente obtenha condições melhores ou iguais àquelas disponíveis nos mercados organizados em que o valor mobiliário é admitido à negociação; (c) o registro da operação deverá permanecer disponível pelo mesmo prazo e nas mesmas condições previstas para os mercados organizados em que o valor mobiliário é admitido à negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões não foram acatadas, tendo em vista que a internalização de ordens será discutida a partir de estudos complementares e não foi objeto específico dessa audiência pública, não tendo sido franqueado ao mercado um debate amplo sobre as diversas formas de se regular o tema e as eventuais propostas da CVM para sua implementação. A análise sobre internalização de ordens envolve diversos aspectos relevantes, como o enxugamento de liquidez do livro de ordens, o impacto na formação dos preços, regras de transparência dos negócios realizados, dentre outros.

Vale dizer que a CVM autorizou a experiência com o **Retail Liquidity Provider (RLP)**, que está sendo monitorada pela Autarquia, e que recentemente teve seu prazo ampliado e foi estendida a um número maior de valores mobiliários. Os impactos dessa iniciativa, estruturada experimentalmente dentro de entidade administradora de mercados organizados, serão levados em consideração na retomada dos estudos sobre a internalização de ordens, com o objetivo de avaliar a melhor forma de promover a incorporação definitiva do tema no arcabouço regulatório.

O fato de a CVM optar, neste momento, por não tratar desse tema sem a realização de estudos adicionais não configura uma obsolescência da norma, mas a manutenção de uma decisão regulatória vigente de longa data e que, para ser alterada, precisa ser objeto de estudo específico de análise de impacto regulatório para fins de adoção de tal medida, de acordo com o rito aplicável ao processo normativo. Também foram consideradas improcedentes as argumentações de que a adoção da internalização em determinados mercados mais desenvolvidos, mas que possuem características substancialmente diferentes das do mercado brasileiro, seria suficiente para a implementação da medida sem o necessário aprofundamento.

Por fim, ressalte-se que a CVM está regulamentando a negociação de grandes lotes de valores mobiliários (vide item 2.26 deste relatório) em mercado de bolsa ou balcão organizado, o que se constituirá em alternativa à negociação exclusiva em mercado de bolsa e possibilitará uma avaliação dos impactos da realização de operações fora do livro central de ofertas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Algus Hedge propõe que a regulação do mercado de capitais deva atrair investidores estrangeiros interessados em desempenhar o papel de provedores de liquidez ou formadores de mercado. Indica que poderiam ser oferecidas a esses investidores, devidamente credenciados nos mercados organizados e atuando em propósito específico, condições especiais de credenciamento como investidores estrangeiros (Resolução CMN 4.373, de 2014), em condições menos rigorosas do que aquelas que estão previstas na Instrução CVM 560 e com a isenção da taxa de fiscalização da CVM, instituída pela Lei 7.940, de 1989.

A sugestão não foi acatada por estar fora do escopo da audiência pública em comento.

2.26. Negociação de grandes lotes de valores mobiliários (art. 67, atual art. 95)

O art. 67 (atual art. 95) propõe uma regulamentação específica para a negociação com grandes lotes de valores mobiliários que passam a poder ser realizadas por meio de procedimentos especiais em mercados de bolsa ou balcão ou, exclusivamente no mercado de balcão organizado, por meio de registro de operações previamente realizadas.

ANBIMA e CFA consideram a proposta adequada. Já André Bacci, Absoluto e Dynamo, B3 e BSM, FIA PTG, Grupo Gestoras, Optiver, Thierry Rijper, WFE discordam de alguns dos termos da proposta.

CFA é favorável à regulamentação da negociação com grandes lotes proposta por entender que contribui para o funcionamento mais eficiente do mercado e evita a necessidade de fragmentação de lotes para a execução de operações, o que não apenas implica em custos operacionais, mas também gera ineficiências no processo de negociação no mercado brasileiro. A participante também concorda com a proposta da norma de permitir a negociação de grandes lotes no contexto dos ambientes tradicionais de negociação do mercado brasileiro (bolsa e balcão), e não via ambientes de negociação alternativos.

A participante salienta que os **block trading facilities** tendem a assumir as feições de verdadeiros ambientes de negociação alternativos. CFA indica que, embora esses ambientes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ofereçam vantagens (como maior diversificação de oportunidades para a execução de grandes ordens, evitando uma pressão sobre os preços por liquidez), eles se caracterizam normalmente por problemas de transparência, ausências de regras prudenciais e de supervisão.

De acordo com CFA, estudos apontam que os ambientes de negociação alternativos, justamente pela sua opacidade, podem incrementar custos de negociação e prejudicar o processo de formação de preço, aumentando os **spreads**. CFA salienta que é importante limitar não apenas essa característica falta de transparência, mas também a própria migração da liquidez do mercado para ambientes de negociação fechados, de acesso mais restrito.

B3 e BSM entendem que a execução de grandes lotes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa deveria ocorrer exclusivamente em mercados de bolsa. Argumentam que a negociação de grandes lotes em mercado de bolsa seria mais eficiente para investidores, intermediários, reguladores, autorreguladores e outros integrantes das cadeias de negociação e pós-negociação.

Isso porque esses mercados são, por definição, centralizados, asseguram isonomia de tratamento e acesso para todos os participantes e investidores, utilizam processos de controles e monitoramento já em operação e dispensam ajustes em outras normas e regras que poderiam restringir ou tornar menos eficiente a atuação de diferentes grupos de investidores em outras categorias de mercado organizado.

B3 e BSM salientam que se tem verificado um aumento significativo da negociação eletrônica no mercado brasileiro. Afirmam que, aliadas ao processo de evolução tecnológica, essas alterações tiveram como consequência a redução do valor médio por negócio realizado, que caiu de aproximadamente R\$ 40 mil por negócio na década de 1990 para cerca de R\$ 9 mil por negócio em 2019. Segundo B3 e BSM, isso ocorreu porque as ferramentas disponíveis atualmente permitem que investidores executem suas estratégias por meio do fracionamento das ordens em inúmeros negócios.

Nesse contexto, entendem que as regras de negociação atuais podem ser ajustadas para contemplar a execução de operações que envolvam grandes volumes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para B3 e BSM, soluções existentes em jurisdições em estágio mais avançados de desenvolvimento podem não ser aderentes e positivas para nosso mercado. De acordo com as participantes, um fator a ser considerado é a liquidez de cada valor mobiliário no mercado à vista, que apresenta alto nível de concentração, o que normalmente dificulta a execução de grandes lotes de valores mobiliários menos líquidos.

Salientam que existem, hoje, três ferramentas disponíveis para a execução de grandes lotes no mercado brasileiro: (a) o procedimento especial de negociação em bolsa (acionado para operações que representem quantidade de ações ou ofertas diretas sensivelmente superiores à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, conforme definido na Instrução CVM 168); (b) as **iceberg orders** (ofertas de grandes quantidades, que são disponibilizadas de forma parcial, ou seja, apenas um pedaço da oferta fica visível para o mercado); e (c) as ofertas diretas.

B3 e BSM entendem que, embora as alternativas existentes possam não atender apropriadamente às necessidades de alguns investidores, é importante manter as alternativas para a negociação de grandes lotes em ambiente centralizado de bolsa, que garante isonomia de acesso e condições para todos os intermediários e investidores por eles representados.

Destacam que o procedimento especial de negociação em bolsa e as **iceberg orders** interagem de forma competitiva com o livro central de ordens, enquanto as ordens diretas respeitam os melhores preços de compra e venda disponíveis no livro e estão sujeitas a limites de quantidades de valores mobiliários que podem levar à adoção de procedimentos especiais de negociação.

Para B3 e BSM, a falta de transparência de pré-negociação para parcela relevante dos volumes que conduza a um processo de formação de preços ineficiente ou à falta de isonomia na aplicação de regras sobre todos os intermediários e investidores pode aumentar a dificuldade de comprovação de que os negócios foram executados nas melhores condições possíveis e no melhor interesse dos investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As participantes compreendem que privilegiar o mercado transparente reduz a chance de informação seletiva, garante condições isonômicas a todos participantes e aumenta a atratividade do mercado brasileiro.

B3 e BSM afirmam que no mercado de balcão organizado a negociação de grandes lotes poderia se dar em: (a) plataformas centralizadas, com regras específicas e claras para elegibilidade de ordens e negócios, e que assegurem tratamento isonômico para todos os participantes e investidores que as acessam; ou (b) plataformas proprietárias de intermediários que poderiam internalizar o fluxo de ordens de compra e de venda.

Para B3 e BSM, as plataformas centralizadas poderiam mitigar possíveis conflitos de interesses entre intermediários e investidores, e facilitar o processo de fiscalização e supervisão pelo regulador e autorregulador.

Não obstante, afirmam que a negociação de grandes lotes em mercado de balcão organizado traria complexidades do ponto de vista operacional e regulatório, uma vez que não é claro se sistemas, processos e controles existentes seriam facilmente adaptáveis para tratar essas operações.

Para B3 e BSM, na ausência de alterações regulatórias necessárias, a negociação em mercado de balcão organizado poderia impedir a atuação de alguns investidores (fundações e investidores não residentes) por conta de restrições impostas pela regulação ou por seus próprios regulamentos e políticas.

Por esse motivo, as participantes compreendem que a negociação de grandes lotes exclusivamente em ambiente de bolsa seria a alternativa mais eficiente, dado que ele conta com um livro central de ofertas, que desempenha papel fundamental no justo e eficiente processo de formação de preços.

André Bacci sugere que o **caput** do art. 67 (atual art. 95) passe a admitir a realização de operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados de bolsa ou balcão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

somente por meio da adoção de procedimentos especiais de negociação e código de negociação apartado.

FIA PTG e Optiver entendem que a permissão para executar transações com grandes lotes de ações no mercado de balcão só não gera ineficiências de mercado quando todas as transações são divulgadas imediatamente após a execução ou em um prazo claramente definido, dependendo do tamanho. Acreditam que, sem essa transparência, a confiança e a eficiência do mercado, bem como a precisão dos preços de mercado, podem se deteriorar rápida e substancialmente.

Para FIA PTG e Optiver, dadas as características e o nível de desenvolvimento do mercado brasileiro, priorizar os mercados transparentes seria a estratégia regulatória mais adequada, pois reduz o risco de informações seletivas, contribui para a formação de preços e oferece igualdade de condições a todos os participantes, independente de porte, estratégia, residência ou qualificação.

WFE propõe que a CVM adote uma abordagem conservadora ao introduzir a negociação de grandes lotes no mercado brasileiro. Para a WFE, esta modalidade de negociação deve ser conduzida exclusivamente em plataforma de negociação regulamentada, com regras que garantam a igualdade de acesso e a proteção do investidor.

WFE ressalta que a introdução da concorrência aumenta a complexidade das interações entre as formas de execução de negociações e aponta que a introdução da competição na MiFID levou a uma mudança não intencional de mercados transparentes para mercados não transparentes – um desenvolvimento que os legisladores tentaram remediar na MiFID II/MiFIR e que continua a ser motivo de preocupação na União Europeia.

WFE acredita que a fragmentação causada por esta mudança não intencional para mercados não transparentes pode ocorrer não apenas devido à introdução de novas infraestruturas no mercado, mas também em decorrência da forma como as negociações podem ser executadas, ou seja, se houver novos ambientes autorizados a oferecer diferentes modalidades de negociação, conforme proposto na norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Thierry Rijper sugere que a negociação de grandes lotes: (a) só ocorra envolvendo lotes com quantidades que não possam ser executadas diretamente na tela; e (b) esteja sujeita a regras de transparência claras, criando condições equitativas para todos participantes.

Grupo de Gestoras afirma que, qualquer que seja o tipo de mercado adotado – bolsa ou balcão organizado –, é importante que a negociação de grandes lotes se faça por meio de procedimentos e soluções oferecidos por plataforma centralizada que assegure o acesso isonômico dos diferentes grupos de intermediários e investidores e adote regras objetivas para a priorização de fechamento de negócios.

Por esse motivo, vê com preocupação a proposta de permitir a negociação de grandes lotes por meio da modalidade de registro, dada a discricionariedade que se conferiria aos intermediários na alocação de ordens, o que poderia ferir o acesso isonômico e as regras objetivas de priorização de fechamento de negócios. Salienta também que a modalidade de registro de operações pode ter por efeito dificultar a negociação de grandes lotes, uma vez que, neste cenário, os fluxos de ordens podem ficar dispersos em inúmeros intermediários.

Grupo de Gestoras também entende importante a preservação da imediata transparência pós-negociação em qualquer plataforma de negociação de grandes lotes, de modo a permitir o acompanhamento tempestivo dos negócios fechados nesses ambientes.

Absoluto e Dynamo entendem, por seu turno, que a proposta do art. 67 (atual art. 95) significaria um retrocesso no arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, colocando em risco alguns de seus pilares estruturantes: transparência e hígidez na formação dos preços, bem como equidade de tratamento e de acesso a todos os agentes de mercado.

Para as participantes, a proposta representa uma quebra de paradigma bastante relevante, colocando em risco conquistas importantes do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente as garantias: (a) de que as ações admitidas à negociação em bolsa de valores serão negociadas com alto nível de transparência, por meio de preços formados publicamente a partir do encontro, no livro central, das forças de oferta e demanda; e (b) de isonomia em relação ao acesso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a tais operações pelos investidores, tanto sob o ponto de vista informacional quanto do efetivo acesso à liquidez disponível no mercado.

Para Absoluto e Dynamo, na prática, a proposta representa a possibilidade de que uma parcela da liquidez dos mercados de bolsa – amplamente transparentes – se desloque para ambientes: (a) desprovidos de transparência de pré-negociação, potencialmente deteriorando o processo de formação de preços; (b) sujeitos a regras de negociação menos rigorosas; (c) acessados por um grupo restrito de intermediários e investidores; e (d) que possibilitam mecanismos de internalização ou cruzamento de ordens por parte de intermediários, potencializando situações de conflito de interesses.

Para Absoluto e Dynamo, a proposta se apoia em premissas questionáveis e não apresenta fundamentos convincentes. Alegam que a norma não indica um parâmetro concreto para definição de grande lote de ações, o que seria imprescindível para a discussão da questão.

Absoluto e Dynamo indicam que realizaram levantamentos empíricos sobre as características dos leilões cursados na B3 e que esse estudo não indicou a preponderância de oscilações negativas significativas entre os patamares de preço das ações imediatamente antes dos leilões e os seus preços finais.

Independentemente desses resultados, ressaltam ainda que leilões não geram preços “melhores” ou “piores”, pois a formação do preço resulta do encontro ordenado e equitativo das forças de oferta e demanda, processo legítimo e absolutamente saudável para o mercado. Saliendam que o preço eventualmente “melhor” para o vendedor será “pior” para o comprador, não cabendo ao regulador impor regras para atender aos interesses de um desses lados.

As participantes ressaltam que os mercados norte-americano e europeu experimentaram, nas últimas décadas, uma verdadeira proliferação dos **dark pools**, em virtude dos avanços tecnológicos que permitiram a criação de plataformas de negociação eficientes e pouco custosas e de determinadas inovações regulatórias que disciplinaram e estimularam o funcionamento desses mecanismos de negociação (tais como Regulation ATS, Regulation NMS, MiFID II, MiFIR).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Absoluto e Dynamo citam, dentre outros, os resultados do relatório “Principles for Dark Liquidity” da IOSCO, que indicou que utilização dos **dark pools** oferece os seguintes riscos: (a) deterioração do processo de formação de preços em mercados de valores mobiliários onde sua participação é expressiva; (b) risco de fragmentação de liquidez e de redução do nível de informações nos mercados organizados; e (c) riscos à equidade e à integridade dos mercados, inclusive no que diz respeito a possíveis restrições de acesso impostas aos investidores, tanto acesso a informações quanto aos mercados em si.

Absoluto e Dynamo salientam que a experiência internacional também ilustra riscos relacionados a potenciais conflitos de interesses na execução de ordens em **dark pools**, especialmente **crossing networks** e mecanismos de internalização sistemática operados por corretoras e bancos de investimento. Indicam que a inexistência de regras de transparência pré-negociação e mecanismos automáticos para o **matching** das ordens tornam difícil assegurar que tais plataformas não aloquem as ofertas de maneira a priorizar um ou outro cliente, quando não a carteira proprietária do intermediário que as opera.

Em função disso, apontam que a opção por flexibilizar excessivamente a transparência pré-negociação, permitindo-se a estruturação de **dark pools** que disputem a liquidez acionária com os mercados de bolsa (ainda que restritos aos “grandes lotes”), gera riscos à qualidade do mercado como um todo.

As participantes salientam que uma das principais características dos leilões em bolsa realizados no contexto da negociação de grandes lotes diz respeito à oportunidade de participação isonômica dos investidores, inclusive de varejo, em razão das regras de interferência inerentes a tal modalidade de negociação

Absoluto e Dynamo entendem que a utilização de plataformas de negociação alternativas operadas pelos intermediários (como nos crossings networks e na internalização sistemática de ordens), sem visibilidade pré-negociação ou regras de acesso isonômicas, acabaria por reservar os **block trades** a um grupo seleto de investidores que mantivesse boas relações comerciais com os intermediários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As participantes defendem que não há motivo que justifique, portanto, a mitigação de uma característica estruturante do mercado brasileiro (a exigência de que sejam identificados os comitentes finais de todas as operações de valores mobiliários cursadas) em benefício de uma duvidosa redução de “impactos de mercado” associados à negociação transparente de grandes lotes.

Os comentários foram parcialmente acatados. A permissão para a realização de operações com grandes lotes, seja em segmentos específicos ou por meio da adoção de procedimentos específicos de negociação foi mantida por se entender que ela beneficia os investidores e fomenta o desenvolvimento do mercado, ao possibilitar a criação de opções à realização dos negócios em mercado de bolsa.

Não obstante, optou-se por excluir do atual art. 95 a permissão para que operações com grandes lotes pudessem se dar no mercado de balcão organizado por meio do registro de operações previamente realizadas, pois se considerou necessário garantir que essas operações sejam realizadas em ambientes que privilegiam a adequada formação de preços.

É importante considerar que as regras e procedimentos propostos pelas entidades administradoras de mercado de bolsa ou de balcão organizado para a realização de operações com grandes lotes (em segmentos específicos de negociação ou por meio da adoção de procedimentos específicos) serão avaliados pela CVM procurando balancear critérios como transparência, adequada formação de preços e segurança para os investidores.

Quanto aos possíveis efeitos negativos sobre a liquidez do livro central, deve-se notar que a norma busca criar uma alternativa mais específica e adequada a operações envolvendo grandes lotes que já ocorrem no nosso mercado, por meio de negócios diretos ou operações que exigem a aplicação de procedimentos especiais de negociação em mercado de bolsa, com suspensão da negociação contínua para a realização de leilões.

Cabe também considerar que o efeito da proposta sobre o livro central dependerá do conceito e tamanho dos grandes lotes que vier a ser adotado. Por esse motivo, conforme será



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

comentado à frente, optou-se por atribuir à CVM a responsabilidade por divulgar anualmente as ações e os valores mobiliários representativos de ações passíveis de negociação em operação com grandes lotes e seus respectivos lotes mínimos, considerando os critérios estabelecidos na norma. Essa medida busca assegurar que sejam tomadas as cautelas e cuidados necessários para evitar efeitos indesejados sobre a liquidez e o processo de formação de preço no livro central de ofertas.

Em relação aos argumentos quanto à informação seletiva e dificuldade de fiscalização, deve-se notar que a norma exige no § 1º do art. 95 que as operações sejam realizadas com lote único e indivisível tanto na ponta vendedora como compradora, bem como prevê total transparência pós negociação, independentemente de as operações se realizarem em mercado de bolsa ou de balcão organizado.

Ressalta-se, por fim, que a redação do inciso III do § 1º do art. 95 foi alterada para indicar que não se aplica às operações com grandes lotes de valores mobiliários realizadas em mercado de balcão organizado a permissão prevista no art. 144 para que a negociação ocorra sem a participação de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

SEAE/ME é contrária à proposta do art. 67 (atual art. 95). Entende que a negociação de grandes lotes de forma fracionada no mercado de valores mobiliários é uma forma comum e bastante utilizada e que operar grandes lotes de forma separada tem potencial para gerar alguns problemas.

De acordo com SEAE/ME, o primeiro é a criação de reserva de mercado para grandes investidores, visto que a definição de grande lote pressupõe um valor potencialmente não acessível para pequenos investidores. O segundo problema apontado é a possível redução de liquidez momentânea no mercado de bolsa, já que grandes investidores são os principais provedores de liquidez em valores mobiliários, a liquidação de grandes lotes em separado pode causar variações no preço que antes não seriam causadas se houvesse liquidez necessária.

O comentário não foi acatado. A possibilidade de negociação de grandes lotes atende a uma demanda legítima para viabilizar a realização de negócios que não afetem a todo o mercado,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

por conta de variação de preços decorrentes apenas do tamanho das ofertas envolvidas. Dessa forma, segmentos ou procedimentos específicos para a negociação de grandes lotes beneficiam a todo o mercado, inclusive os investidores de varejo, na medida em que contribuem para a eliminação dessa volatilidade deletéria.

Ademais, a regulamentação das operações com grandes lotes de valores mobiliários cria apenas nova alternativa para sua negociação, que atende a necessidades específicas de determinadas categorias de investidores.

A negociação por meio de mecanismos tradicionais continuará a existir, inclusive com a possibilidade de operar mediante a fragmentação do grande lote no mercado de bolsa, a negociação em segmento especial de negociação em mercado organizado de bolsa ou balcão e a adoção de procedimentos específicos de negociação.

Em função da atuação simultânea de investidores em todas essas alternativas, potenciais desequilíbrios de preços e liquidez tendem a ser rapidamente eliminados pela possibilidade de arbitragem.

B3 e BSM sugerem que, se a CVM entender pertinente autorizar a negociação de grandes lotes em mercado de balcão organizado, a autorização deveria se restringir a um volume menor de negócios e para operações de tamanho muito significativo (várias vezes o volume médio negociado do ativo ou percentual elevado do capital da companhia) e sempre em plataforma centralizada de balcão organizado, ao invés de plataformas proprietárias de intermediários, pelos motivos já comentados.

B3 e BSM propõe ainda que a plataforma centralizada para negociação de grandes lotes de ação em ambiente de mercado de balcão organizado deveria ter regras quanto: (a) ao tamanho e indivisibilidade do lote, tanto do lado da compra como do lado da venda; (b) à isonomia de tratamento entre os diversos intermediários e investidores que a utilizem; e (c) aos limites de variação de preço em relação ao livro central de ordens e a obrigatoriedade de divulgação imediata dos negócios fechados, a fim de evitar assimetria de informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para as participantes, as operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercado de balcão organizado deveriam se somar às realizadas em mercado de bolsa e que não interajam de forma competitiva com o livro central de ordens para compor um percentual máximo de 15% que poderia ser executado fora do mercado transparente.

B3 e a BSM afirmam que, de qualquer modo, é essencial que cada valor mobiliário seja monitorado individualmente por parte da CVM para que a quantidade mínima utilizada para definir um grande lote para o valor mobiliário seja reavaliada quando a negociação por meio de procedimentos, segmentos ou mercados que não interajam de forma competitiva com o livro central de ordens superar os níveis estabelecidos.

O comentário não foi acatado. A permissão para a realização de operações com grandes lotes também em mercado de balcão organizado beneficia os investidores e fomenta o desenvolvimento do mercado, ao possibilitar a criação de opções à realização dos negócios em mercado de bolsa.

Além disso, conforme será comentado à frente, optou-se por atribuir à CVM a responsabilidade por divulgar anualmente as ações e os valores mobiliários representativos de ações passíveis de negociação em operações com grandes lotes e seus respectivos lotes mínimos, considerando os critérios estabelecido na norma, para assegurar que sejam tomadas as cautelas e cuidados necessários para evitar efeitos indesejados sobre a liquidez e o processo de formação de preço no livro central de ofertas.

Para B3 e BSM, independentemente do segmento de mercado em que as operações com grandes lotes sejam autorizadas, sua liquidação deveria ocorrer dentro do modelo de contraparte central (CCP), amplamente adotado em operações no nosso mercado pela segurança oferecida aos investidores e pela promoção que oferece à hignidez das operações.

B3 e BSM salientam que um diferencial do mercado brasileiro em relação a outros mercados ao redor do mundo é a ampla utilização do modelo de CCP na liquidação das operações com valores mobiliários em ambientes de bolsa e de balcão. Ressaltam que não apenas é exigida a utilização de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

uma CCP, como esta executa suas atividades em um modelo de beneficiário final, que permite a identificação dos comitentes finais dos negócios e, conseqüentemente, uma gestão de risco de contraparte muito mais profunda e detalhada.

B3 e BSM compreendem que a possibilidade de realizar negócios de mercado de ações sem uma CCP, ainda que exclusivamente para operações com grandes lotes, poderia acarretar externalidades negativas e representar retrocesso aos olhos do mercado doméstico e da comunidade internacional. Isso porque esse modelo demandaria mudanças em sistemas, processos, controles e análise de risco por parte de investidores, intermediários e demais prestadores de serviços que atuam no mercado de capitais, como é o caso de custodiantes e administradores de fundos.

Ademais, acreditam que a liquidação bilateral de grandes lotes de ações sem a presença de uma CCP também poderia impedir o acesso de investidores a essas operações, uma vez que podem existir restrições regulatórias e em suas regras e políticas internas quanto a esse tipo de operação.

B3 e a BSM entendem que a proposta de que operações com grandes lotes de valores mobiliários realizadas em mercado de balcão possam ser liquidadas fora de uma CCP não parece apresentar benefícios claros para o mercado, havendo riscos e custos não mapeados nessa estratégia regulatória e que ainda precisariam ser endereçados

WFE também entende que é importante que as negociações de grandes lotes sejam compensadas de forma centralizada, que é um meio adotado pelos principais reguladores globais para promover a integridade do mercado. Para a WFE, a possibilidade da negociação de grandes lotes em ambientes fora da bolsa, sem compensação via CCP, é preocupante.

FIA PTG e Optiver propõem que, se um valor mobiliário for admitido à negociação em bolsa e puder ser compensado por meio de CCP, as negociações de grandes lotes também devem ser compensadas por meio da mesma contraparte.

Qualquer que seja o tipo de mercado adotado (bolsa ou balcão organizado), Grupo de Gestoras considera fundamental a manutenção do modelo atual de compensação e liquidação das



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

operações por meio de CCP, que constitui importante característica do mercado brasileiro, em grande parte responsável por sua higidez e resiliência, bem como pela isonomia e equidade de acesso para intermediários e investidores. O participante entende que, caso se permitisse a ausência de CCP, a administração do risco de contraparte se tornaria mais complexa e onerosa, uma vez que recairia sobre os próprios investidores e intermediários.

Os comentários não foram acatados, pois entendeu-se que cada entidade administradora deve ter liberdade desenvolver regras e procedimentos aplicáveis às negociações com grandes lotes (que estarão sempre sujeitos à aprovação prévia da CVM), sendo o uso de contraparte central uma possibilidade.

Ressalta-se que, uma vez que as operações com grandes lotes envolvem a negociação de valores mobiliários, caso não sejam liquidados via CCP, os negócios deverão necessariamente ser liquidados por meio de entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil para atuar como **Securities Settlement System (SSS)**.

Absoluto e Dynamo sugerem como alternativa para a execução de grandes lotes:

(a) uma ampla reforma no regime aplicável aos procedimentos especiais de leilão em bolsa, com o aprimoramento dos parâmetros previsto na Instrução CVM 168, que já não refletem o atual estágio de evolução e a atual estrutura do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente no que diz respeito aos parâmetros de preço e de quantidade determinantes para a submissão de uma determinada operação a leilão;

(b) aperfeiçoamento das regras de antecedência mínima de divulgação e de duração dos leilões previstas na Instrução CVM 168, com a redução dos prazos, de forma a permitir que operações envolvendo efetivamente grandes lotes e, portanto, vocacionadas à execução por meio de leilão, poderiam ser cursadas de maneira mais ágil e eficiente;

(c) dado que certos mecanismos de apregoação “confidencial” de grandes lotes podem atender a interesses legítimos de certos intermediários e investidores institucionais que atuam no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercado brasileiro, a adoção desses mecanismos podem representar um passo importante na modernização do mercado brasileiro, desde que adotadas as devidas cautelas;

(d) a norma poderia, desse modo, prever no art. 50 (atual art. 77) a possibilidade de os sistemas de negociação do mercado de bolsa instituírem mecanismos de execução de ordens que preservem a descrição, na fase pré-negociação, do volume e do preço ofertados pelo investidor (tal como ocorre, em diversas bolsas de valores do mundo, com as chamadas **hidden orders**, **reserve orders** ou, ainda, as chamadas **midpoint pegged orders**).

As sugestões foram parcialmente acatadas. A redação do parágrafo único do art. 91 (atual art. 119) foi modificada para permitir que outros procedimentos de negociação possam ser desenvolvidos pelas entidades administradoras de mercado de bolsa, sem prejuízo da necessidade de aprovação dessas regras pela CVM.

A proposta de alteração da Instrução CVM 168 não foi acatada. Conforme comentado no Edital, a norma propõe a revogação dessa Instrução por considerar que as entidades administradoras de mercado de bolsa têm condições de fixar os parâmetros para a submissão de operações a procedimentos especiais, conferindo maior flexibilidade para o processo de alteração desses procedimentos que, de qualquer forma, devem ser previamente aprovados pela CVM.

O inciso I do § 1º do art. 67 (atual art. 95) prevê que um dos critérios para caracterizar a negociação de grande lote é a quantidade de valores mobiliários envolvida, que não poderá ser inferior à calculada e divulgada pela entidade responsável pela autorregulação unificada.

WFE sugere que a CVM mantenha poder para definir os parâmetros que caracterizam a negociação de grandes lotes enquanto essa modalidade de negociação se consolida.

ANCORD e XP acreditam que, se a internalização permanecer vedada, a proposta do § 1º do art. 67 (atual art. 95) de atribuir à entidade autorreguladora competência para determinar a quantidade de valores mobiliários que caracteriza um grande lote não seria adequada. Sugerem que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

as entidades administradoras de mercado organizado é que deveriam ter competência definir os critérios dos grandes lotes com base nas características dos mercados administrados.

Alguns Hedge e ANBIMA, por sua vez, consideram apropriado atribuir à autorregulação unificada a responsabilidade de definir a quantidade que caracterizará um grande lote.

Alguns Hedge entende que negociação de grandes lotes sempre contou com um procedimento especial de leilão, objetivando obter a melhor formação de preço possível, considerada a possibilidade de haver impactos de preços, devido à liquidez. De acordo com a participante, a classificação de grande lote adotada pela B3 está vinculada a dois parâmetros: (a) ao número de vezes que a quantidade ofertada superar a quantidade média negociada nos últimos 30 pregões ou (b) ao percentual do capital social da empresa que está sendo negociado.

Alguns Hedge indica que o mecanismo vigente funciona muito eficientemente e salienta que, se cada uma das bolsas puder fixar critérios diferentes para essas negociações, a estabilidade, equidade e transparência do mecanismo não poderiam mais ser asseguradas.

A participante afirma que, quando existiam diversas bolsas de valores regionais no Brasil, havia uma competição pela negociação de grandes lotes, normalmente vencida com a fixação de critérios menos rigorosos por algumas bolsas, onde a baixa liquidez e períodos de leilão mais curtos garantiriam uma quase invisibilidade para o negócio.

Por esse motivo, sugere que a autorregulação unificada estabeleça um critério uniforme para a quantidade que será considerada um grande lote, a publicidade do negócio e o tempo para a duração do leilão pelo autorregulador único. Alguns Hedge indica que, na hipótese de serem admitidos vários autorreguladores, o critério deveria ser estabelecido pela CVM.

B3 e BSM entendem que a responsabilidade pela definição de grande lote deve ser da CVM, e não da entidade autorreguladora, seguindo a prática dos mercados mais maduros, como Europa e Estados Unidos, nos quais os tamanhos de grandes lotes são determinados pelo regulador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os comentários quanto à necessidade de manter uniformidade nos critérios aplicados para a caracterização da operação com grande lote de valores mobiliários foram acatados.

Tendo em vista que se optou por não adotar o modelo de autorregulação unificada (vide item 3.1 deste relatório), a redação do do art. 67 (atual art. 95) foi modificada para prever que a CVM deve divulgar no primeiro mês de cada ano as ações ou valores mobiliários representativos de ação passíveis de negociação em operação com grandes lotes e seus respectivos lotes mínimos.

O § 3º do atual art. 95 determina que, para definir os valores mobiliários e os respectivos lotes mínimos que podem ser objeto de operação com grandes lotes, a CVM deverá considerar, dentre outros critérios: (a) o volume médio diário de negociação no ano anterior; e (b) os padrões de liquidez, incluindo o número mínimo de pregões em que tenha havido negociação no ano anterior.

O § 4º do atual art. 95 também prevê que a CVM pode, ao longo do exercício, complementar ou alterar a lista de ações e os valores mobiliários representativos de ações, bem como seus respectivos lotes mínimos, caso estes venham a se enquadrar, posteriormente, nos critérios estabelecidos pela CVM na forma do § 3º do art. 95.

Embora entendam que o critério de quantidade é pertinente para a caracterização de grande lote, ANCORD e XP apontam que o volume financeiro da operação também deveria ser levado em consideração.

ANCORD propõe que a redação do inciso I do § 1º do art. 67 (atual art. 95) seja modificada para prever que a operação com grandes lotes é aquela em que a quantidade de valores mobiliários envolvida ou o volume financeiro dos valores mobiliários transacionados não seja inferior ao calculado e divulgado pela respectiva entidade administradora de mercado organizado.

ANBIMA recomenda que os critérios e parâmetros já dispostos na Instrução CVM 168 (quantidade e preço) sejam levados em consideração nas definições sobre grandes lotes. Ressalta que em função da complexidade do tema não houve, no momento, consenso entre seus associados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sobre outros critérios que poderiam ser considerados. Aponta, contudo, que o volume financeiro da operação poderia ser um critério considerado.

B3 e a BSM ressaltam que, segundo o relatório da Oxera anexo à sua manifestação, o tamanho mínimo estabelecido para o grande lote tem implicações na qualidade do mercado. Isso porque caso o tamanho seja muito elevado, a probabilidade de execução dos blocos seria diminuta, ao mesmo tempo que um tamanho muito reduzido pode drenar liquidez dos mercados transparentes, afetando a formação de preço.

As participantes propõem que a definição da quantidade mínima de valores mobiliários que caracterizaria um grande lote seja realizada individualmente para cada valor mobiliário ou para grupos de valores mobiliários, levando em conta: (a) o volume médio diário negociado em pregões anteriores; (b) quantidade de ações em circulação ou número de ações que compõe o capital social, quando aplicável; e (c) a capitalização de mercado do emissor, quando aplicável.

B3 e BSM entendem que, de qualquer modo, deveria ser estabelecido um piso, em Reais, para o tamanho mínimo de um grande lote, independentemente do volume negociado, **free-float** ou capital social, quando aplicável, ou capitalização de mercado do valor mobiliário em questão. De acordo com B3 e BSM, este piso teria como objetivo proteger a formação de preço em ativos nos quais o tamanho do grande lote calculado a partir das métricas mencionadas seja reduzido em comparação ao mercado como um todo, o que permitiria o esvaziamento do livro de ofertas do ativo em questão.

As participantes entendem que é fundamental assegurar que a maior parte do fluxo de ordens continue interagindo de forma competitiva com o livro central, seja em processo de negociação contínua ou de leilão, de forma que este continue sendo reconhecido como o local mais eficiente e de maior probabilidade de execução de negócios.

De acordo com B3 e BSM, estudos internacionais indicam que o percentual de ordens executadas sem interagir competitivamente com o livro central de ordens deveria ficar situado entre 10 e 15% das negociações totais do mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

André Bacci sugere que, além dos critérios da norma, seja considerada como operação com grandes lotes o negócio individual que ocasione um leilão de no mínimo 1 hora. Propõe também que, no caso de valores mobiliários já admitidos à negociação, o código de negociação de grandes lotes em separado esteja previamente disponível e que ordens com essas características sejam automaticamente reconhecidas e convertidas em negócio de grande lote.

Thierry Rijper entende que o tamanho com que as negociações com grandes lotes ocorrem devem ser de fato significativos. De acordo com o participante, na Europa essas transações envolvem quantidades que poderiam ser facilmente negociadas em tela.

Grupo de Gestoras também acredita que é fundamental para a eficiência do mercado que a interação competitiva e transparente de ofertas no livro público permaneça como o principal mecanismo de formação de preços no mercado de ações.

Para Grupo de Gestoras, as alternativas de negociação de grandes lotes que tenham como característica a não interação com o livro devem representar a minoria dos negócios executados no mercado, sob pena de o esvaziamento do livro conduzir à menor eficiência na formação de preços.

Por esse motivo, Grupo de Gestoras entende fundamental que a definição do tamanho mínimo de um grande lote e a aprovação de novas alternativas de negociação sejam acompanhadas de perto pela CVM e, se possível, discutidas com o mercado em momento oportuno.

Optiver entende adequada a exigência de que a operação de grande lote envolva lotes únicos e indivisíveis, sujeitos a um tamanho mínimo ou limites nocionais. Sugere que o tamanho mínimo e os limites nocionais sejam definidos de modo a garantir que apenas uma parte limitada das operações se qualifique para a negociação de grandes lotes.

SL Tools entende que a norma deveria oferecer balizas mais detalhadas para a aplicação dos parâmetros indicados na Minuta B (§ 2º do art. 10) para calcular as quantidades que caracterizam a negociação de grandes lotes de valores mobiliários. SL Tools acredita que o objetivo desses parâmetros é, de um lado, evitar “o esvaziamento do livro e, de outro, considerar a realidade do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercado local para definição de métricas que gerem demanda suficiente para viabilizar a estruturação de um mercado de grandes lotes.

Ressalta que nos EUA um grande lote (**block**) é definido na SEC Rule 611 (**Order Protection Rule**) como: (a) quantidade mínima de 10.000 ações; ou (b) US\$200 mil. De acordo com o participante, a caracterização de um determinado lote de ações como grande lote permite que um procedimento simplificado de negociação seja adotado, com certas dispensas. SL Tools afirma que na Europa a quantidade considerada “**large in scale**” na regulamentação da MiFID II também é especificada e representa um fator relativo às médias nacionais, substancialmente inferiores aos critérios atuais da Instrução CVM 168.

A partir da análise dos lotes médios negociados, SL Tools concluiu que, caso mantivesse a definição de grandes lotes no mínimo acima das médias das negociações, a norma já estaria prevenindo o esvaziamento dos livros de ofertas.

Em consequência, sugere os seguintes critérios sejam adotados, de forma cumulativa ou não, para caracterizar um “grande lote”: (a) volume financeiro médio diário negociado, devendo o montante para caracterização do grande lote ser calculado como percentual do volume financeiro médio diário negociado, cujos valores devem ser atualizados anualmente pelo IGP-M a partir da data de publicação da norma; e (b) lote de um mesmo valor mobiliário que, alternativamente, apresente valores iguais ou superiores a qualquer um dos seguintes valores, considerando a quantidade de unidades negociadas ou o volume financeiro:

(i) 10.000 (dez mil) unidades do valor mobiliário; ou

(ii) R\$1.000.000,00 (um milhão de Reais), conforme atualizado anualmente pelo IGP-M a partir da data de publicação da norma.

Conforme comentado, o inciso I do § 1º do atual art. 95 passou a prever que a CVM deve divulgar, anualmente, as ações e valores mobiliários de ações, e seus respectivos lotes mínimos, que são passíveis de negociação de grande lote.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para tanto, o § 3º do atual art. 95 determina que, para definir os valores mobiliários e os respectivos lotes mínimos que podem ser objeto de operação com grandes lotes, a CVM deverá considerar, dentre outros critérios: (a) o volume médio diário de negociação no ano anterior; e (b) os padrões de liquidez, incluindo o número mínimo de pregões em que tenha havido negociação no ano anterior.

A definição dos valores mobiliários elegíveis e dos respectivos lotes mínimos será precedida de interação com o mercado por meio de interações a serem conduzidas pela SMI.

O inciso II do § 1º do art. 67 (atual art. 95) prevê que a operação com grande lote deve envolver lote único e indivisível de valores mobiliários.

FIA PTG e Optiver acreditam que a norma deve permitir que negociações de grandes lotes sejam executadas tanto quando um único intermediário lida com ambos os lados, quanto quando dois intermediários estão envolvidos na negociação, e um intermediário reporta a negociação em nome dos dois intermediários.

ANBIMA pede que a CVM esclareça se a definição de “lote indivisível” se refere à ocorrência de uma transação com apenas um comitente na venda e um na compra. Caso seja esse o entendimento, propõe que, no caso de gestão discricionária de carteira de valores mobiliários, os fundos de investimento que tenham um mesmo gestor possam ser considerados como um único comitente para fins do conceito de lote único e indivisível na negociação de grandes lotes, desde que representem efetivamente uma única decisão de investimento do gestor para tais fundos e carteiras objeto da gestão discricionária.

ANBIMA sugere que esse mesmo entendimento se aplique às decisões de investimento de outros investidores profissionais e investidores não residentes que exerçam, de modo regular, a gestão discricionária de recursos de terceiros. ANBIMA entende que, por refletirem uma mesma decisão de investimento, a situação descrita não se enquadra no cenário de agregação de diversos negócios que a CVM pretende evitar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No mesmo sentido, CFA indica que o conceito de lote único e indivisível de valores mobiliários, embora já utilizado em outras normas para outros fins, pode gerar dúvidas. Indaga se no caso de um gestor que realiza uma negociação com grande lote e posteriormente a rateia entre diversos fundos de investimento sob sua gestão, a operação seria entendida como envolvendo lote único ou indivisível para efeito da norma.

CFA salienta que a demanda por mecanismos para a negociação de grandes lotes advém da indústria de fundos de investimento e, por isso, sugere que seja acrescentado novo parágrafo no art. 67 (atual art. 95) para esclarecer que a posterior alocação, por gestor de recursos, do resultado de operações com grande lote entre diversos fundos de investimento ou carteiras administradas de valores mobiliários não descaracteriza tal lote como único e indivisível.

Absoluto e Dynamo também indicam que não está claro na norma se o conceito de lote “único e indivisível”: (a) envolve a existência de contrapartes individuais que assumem integralmente cada polo da operação, tratando-se, na essência, de negócio bilateral levado a registro no mercado de balcão; ou (b) se ele deve ser “único e indivisível” apenas na ponta que inicia o negócio, podendo ser alocado, na contraparte, entre diversos investidores.

Absoluto e Dynamo salientam que, caso se adote a segunda interpretação, é possível que sejam estruturadas no Brasil plataformas de negociação com características muito semelhantes aos chamados **dark pools**.

B3 e a BSM entendem que um lote único e indivisível seria um negócio entre apenas uma contraparte vendedora e uma contraparte compradora, de quantidade igual ou superior àquela mencionada no inciso II do § 1º do art. 67 (atual art. 95).

Ao prever que a negociação de grandes lotes deve se dar sob a forma de lote único e indivisível, a norma estabelece que apenas um comitente vendedor e um comitente comprador participam da negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não obstante, os comentários foram acatados e foi acrescentado novo parágrafo no art. 95 para esclarecer que fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins do disposto no inciso II do § 1º deste artigo.

2.27. Suspensão e exclusão de valores mobiliários (arts. 68 a 71, atuais 96 a 99)

TAG discorda do disposto no inciso II do art. 68 (atual art. 96), que prevê que a negociação de valores mobiliários pode ser suspensa caso se torne pública notícia ou informação vaga, incompleta ou que suscite dúvida quanto ao seu teor ou procedência, que possa vir a influir de maneira relevante na cotação do valor mobiliário ou induzir os investidores a erro.

TAG defende que a mera notícia ou informação disponibilizada ao público pela imprensa, de forma não institucional e sem a interveniência dos administradores e responsáveis pela pessoa jurídica não deve levar à suspensão da negociação. Sugere que a suspensão da negociação apenas ocorra no caso de divulgação institucional de notícias com as características indicadas no dispositivo.

A sugestão não foi acatada. O disposto no inciso II do atual art. 96 decorre diretamente do dever imposto pela norma às entidades administradoras de zelar pela regularidade, a higidez dos mercados por ela administrados e a formação eficiente de preços.

Cabe ainda observar que a norma não determina a suspensão, mas sim autoriza que, na hipótese em tela, as entidades administradoras de mercado organizado suspendam a negociação de determinado valor mobiliário diante de notícia que apresente potencial para influir nas cotações e induzir investidores a erro.

O § 1º do art. 68 (atual art. 96) estabelece que a exclusão ou a suspensão da negociação de valor mobiliário deve ser imediatamente comunicada ao mercado e à CVM. TAG sugere que a posterior retomada das negociações, por perda de efeito da medida suspensiva, também deveria ser objeto de comunicação ao mercado e à CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, uma vez que a comunicação da suspensão já informa sobre o período em que a negociação fica suspensa.

André Bacci sugere a inclusão de novo parágrafo no art. 68 (atual art. 96) para permitir o cancelamento de ordens enquanto perdurar a decisão de suspensão.

De acordo com o participante, quando um ativo tem sua negociação suspensa quem não tem ordens no mercado tem opção de colocá-las, mas quem tem ordens no mercado não tem a opção de retirá-las. Andre Bacci salienta que essa assimetria é uma situação normal de mercado, onde a ordem agredida é efetivamente um negócio fechado. Para o participante, porém, a suspensão do ativo não é uma situação normal de mercado, de forma que a assimetria comentada se transforma numa vantagem indevida.

Andre Bacci chama a atenção que os participantes que não têm ordens no mercado têm a opção de participar ou não do mercado após a refletida análise sobre o motivo da suspensão, mas os participantes que possuem ordens no mercado têm a obrigação de participar do mercado resultante, independente do resultado da análise refletida.

Para o participante, essa situação é análoga à orientação geral de que fatos relevantes de grande impacto sejam disponibilizados apenas com o mercado fechado, para permitir reflexão dilatada da nova informação, seguido da abertura no dia seguinte, onde o cancelamento de ordens é possível.

A sugestão não foi acatada, pois se entendeu que as regras relativas ao cancelamento de ofertas devem constar dos regulamentos das entidades administradoras de mercado organizado, que serão aprovadas pela CVM.

ANCORD concorda com a proposta do art. 70 (atual art. 98), que determina que cada entidade administradora de mercado organizado determine o seu próprio sistema para suspensão ou exclusão, conforme disposto no **caput** do art. 70 (atual art. 98).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

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

ANBIMA sugere que a redação do **caput** do art. 70 (atual art. 98) deixe expresso que os efeitos citados nos incisos I e II, decorrentes da decisão de suspensão da negociação ou de exclusão de um valor mobiliário por entidade administradora, são imediatos de forma a evitar assimetrias. Sugere ainda que fique explícito no § 1º do art. 70 (atual art. 98) que a comunicação da decisão de exclusão ou suspensão da negociação de valor mobiliário deve ser realizada pela entidade administradora citada no **caput**.

As sugestões de alteração da redação do atual art. 98 foram consideradas pertinentes e estão refletidas na versão final da norma.

O inciso II do art. 70 (atual art. 98) indica que a suspensão ou a exclusão da negociação de valor mobiliário por decisão da entidade administradora de mercado organizado em que o emissor esteja listado acarreta a suspensão ou exclusão da negociação dos derivativos baseados no respectivo valor mobiliário.

ANBIMA sugere que a norma seja aplicável somente aos derivativos negociados em bolsa, pois a negociação dos derivativos de balcão observa características específicas que são salvaguardadas por outros requisitos da regulação vigente e estabelecidas em contrato entre as contrapartes.

A participante ressalta que a Resolução CMN 3.505, que dispõe sobre as condições para realização de operações de derivativos de balcão por instituições autorizadas a funcionar pelo BC, estabelece que as cotações de ativos subjacentes utilizados como referenciais devem observar os preços divulgados por bolsas ou infraestruturas de mercado especificadas ou, então, ser apurados com base em preços ou metodologias consistentes e passíveis de verificação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para ANBIMA, a suspensão ou exclusão da negociação dos derivativos de balcão prevista no inciso II do art. 70 (atual art. 98) poderia trazer impactos não antecipados aos contratos firmados entre as contrapartes (incluindo aos acordos de compensação), na medida em que tais situações poderiam ser enquadradas como eventos de inadimplemento.

ANBIMA chama a atenção que o § 4º do art. 60 da Instrução CVM 461 atualmente prevê que a suspensão da negociação de derivativos somente ocorre se os motivos que tenham causado a suspensão da negociação dos valores mobiliários subjacentes também os afetem.

O comentário foi acatado e a redação final do inciso II do atual art. 98 prevê que a suspensão da negociação de derivativos somente ocorre se os motivos que tenham causado a suspensão da negociação dos valores mobiliários subjacentes também os afetem.

2.28. Procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos (arts. 72 a 74, atuais arts. 101 a 103)

B3 e BSM entendem que o risco de execução de operações também deve ser mencionado no inciso II do art. 72 (atual art. 101). As participantes indicam que o gerenciamento do risco de pré-negociação é um importante mecanismo para mitigar os riscos decorrentes de erros de execução em um mercado cada vez mais eletrônico, visando a boa formação de preços, a integridade e o regular funcionamento dos mercados sob sua administração.

Tendo em vista que os impactos de eventual materialização de tais riscos geram efeitos sistêmicos, as participantes compreendem que é relevante que o seu gerenciamento seja obrigatório para qualquer entidade administradora de mercado organizado.

A sugestão não foi acatada, dado que o gerenciamento de risco de pré-negociação é relevante no caso de entidades administradoras de mercado organizado que também operam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

como contraparte central garantidora para a maior parte das operações, não sendo aplicável, assim, a qualquer caso.

Além disso, os riscos citados no inciso II do art. 72 (atual art. 101) são exemplificativos, uma vez que o dispositivo determina que as entidades administradoras devem identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar os riscos inerentes aos mercados administrados e às atividades desenvolvidas pela entidade administradora. Assim, mesmo riscos não citados como exemplo pela norma devem ser tratados, caso sejam aplicáveis no caso específico de uma entidade administradora de mercado organizado.

B3 e BSM propõem que o inciso I do § 1º do art. 72 (atual art. 101) faça referência expressa aos mercados de bolsa e de balcão organizado para melhor delimitar os mercados e as atividades a que se aplica o comando, já que a entidade administradora pode desenvolver outras atividades que não estão sob a supervisão da CVM.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

B3 e BSM solicitam a exclusão do inciso II do § 1º do art. 72 (atual art. 101), que prevê que, na elaboração das políticas e procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos, a entidade deve incluir incentivos para que seus participantes identifiquem, mensurem e gerenciem seus próprios riscos.

As participantes alegam que a regulamentação da CVM e os normativos da B3 já preveem que os participantes têm o dever de gerenciar seus próprios riscos, sendo que, em caso de inobservância, a CVM, B3 e BSM possuem mecanismos para impor o devido cumprimento e a implementação de aperfeiçoamentos.

B3 e BSM entendem que o Programa de Qualificação Operacional (PQO) pode ser considerado um incentivo quanto ao tema, já que inclui a análise dos processos de gerenciamento de riscos aplicados pelos participantes. Caso a CVM decida manter o inciso II do § 1º do art. 72 (atual



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

art. 101), solicitam que a norma esclareça que incentivos a entidade administradora poderia estabelecer e os parâmetros para sua concessão.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

O § 2º do art. 72 (atual art. 101) determina que a entidade deve manter atualizada perante a CVM as políticas e os procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos, bem como efetuar o reporte tempestivo de exceções à sua aplicação, acompanhado da sua respectiva justificativa.

B3 e BSM entendem que a norma deveria exigir a divulgação das políticas de gerenciamento de riscos e controles de riscos pelas entidades administradoras de mercado organizado, o que tornaria desnecessária a obrigação de manter a CVM atualizada sobre quaisquer alterações.

As participantes salientam que os demais documentos relativos ao gerenciamento de riscos e controles internos, como normas internas e procedimentos, têm cunho mais operacional de uso interno, não sendo passíveis de divulgação. Por isso, sugerem que tais documentos estejam à disposição do regulador, sendo enviados sob demanda.

B3 e BSM também propõem restringir o reporte a situações críticas, por considerar que a obrigatoriedade de envio de informação sobre todas as exceções pode aumentar o custo de observância da entidade administradora, sem que, de fato, enderece a preocupação de dar conhecimento sobre riscos mais relevantes e sobre a efetividade do gerenciamento de riscos e de controles internos.

As sugestões foram acatadas e o § 2º do atual art. 101 foi alterado da forma sugerida pelas participantes. Em consequência, foi também acrescida a alínea “g” ao inciso I do atual art. 39 para prever a necessidade de divulgação, pelas entidades administradoras de mercado organizado, de sua política de gerenciamento de riscos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O art. 74 (atual art. 103) prevê que a entidade administradora de mercado organizado deve atribuir a responsabilidade pela atividade de gerenciamento de riscos a um diretor estatutário.

B3 e BSM manifestam que os riscos corporativos podem ter duas perspectivas distintas. De acordo com a B3 e a BSM, a primeira, diz respeito aos riscos referentes às atividades de bolsa e balcão, bem como de contraparte central que são riscos cuja mitigação se faz necessária em prol da integridade do mercado e os direitos dos participantes, bem como a continuidade de suas atividades, de forma segura e eficiente, inclusive em caso de falha de um ou mais participantes no cumprimento das obrigações decorrentes de suas operações.

As participantes afirmam, que, no caso da B3, as atividades de gerenciamento de riscos operacionais e de contraparte central ficam a cargo da chamada 1ª linha defesa, já que são as áreas de negócio e as áreas operacionais que estão próximas aos processos ligados a tais riscos, tendo melhores condições de avaliá-los.

De acordo com a B3 e a BSM, a segunda perspectiva diz respeito aos riscos próprios da entidade administradora, seus riscos corporativos, que são, em regra, gerenciados pela 2ª linha de defesa, cujas áreas possuem metodologia e critérios técnicos para sua execução. As participantes ressaltam que é importante que referidas áreas possuam independência do negócio, para que as avaliações de riscos sejam imparciais.

B3 e BSM informam que mantêm dois diretores distintos como responsáveis pelos grupos de riscos indicado e que nas atividades de gerenciamento de riscos de ambos os grupos, a B3 conta com órgão estatutário, de assessoramento ao conselho de administração, dedicado especificamente a essa finalidade.

Desse modo, as participantes propõem alteração do art. 74 (atual art. 103) para prever que as entidades administradoras devem atribuir a responsabilidade pela atividade de gerenciamento de riscos a um diretor estatutário ou a um comitê estatutário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão foi acatada e o atual art. 103 foi alterado para prever que a responsabilidade pela atividade de gerenciamento de risco pode ser atribuída a um diretor estatutário ou um comitê estatutário que atenda ao disposto nos §§ 1º e 2º do art. 30 (vide item 2.9 deste relatório).

ANBIMA entende que os participantes devem ter conhecimento das políticas e planos de ação desenvolvidos pelas entidades administradoras de mercado organizado para gerenciamento de riscos, de modo a permitir que cada um deles avalie e realize as adaptações necessárias para coordenar seus protocolos e procedimentos com os dos mercados de que participam.

Assim, propõe que a norma estabeleça que as principais diretrizes das políticas e procedimentos relacionados ao gerenciamento de riscos (art. 72, atual art. 101), ao plano de continuidade de negócios (art. 75, atual art. 104), aos sistemas críticos (art. 79, atual art. 107), à segurança da informação (art. 80, atual art. 108) e à segurança cibernética (art. 82, art. 110) devem ser compartilhadas pelas entidades administradoras de mercado organizado com os participantes do mercado, respeitando as informações estratégicas a serem mantidas em sigilo pelas entidades. ANBIMA entende que esse comando contribuiria para uma melhor execução de cada um desses planos quando acionados.

A sugestão não foi acatada por se entender que esses documentos podem conter informações sensíveis que podem afetar a segurança dos procedimentos que se procura estabelecer.

A despeito disso, esclarece-se que as entidades administradoras devem, naturalmente, desenvolver mecanismos de coordenação com os participantes dos mercados por elas administrados, sempre que essa coordenação se mostre necessária para garantir o efetivo funcionamento das políticas previstas na norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.29. Plano de continuidade de negócios (arts. 75 a 77, atuais arts. 104 a 106)

B3 e BSM propõem que o art. 75 (atual art. 104) seja alterado para prever que: (a) os planos de continuidade de negócios devem prever indicador da disponibilidade do ambiente de negociação, com critérios e parâmetros claramente definidos; e (b) as entidades administradoras de mercado organizado devem contar com (i) local alternativo, equipes operacionais e recursos tecnológicos que sejam suficientes para o reinício e recuperação do regular funcionamento dos processos críticos de negócio e (ii) mecanismos de alta disponibilidade, com redundância para componentes relacionados ao sistemas críticos.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Não se entendeu necessário prever no art. 104 que as administradoras de mercado organizado devem contar com local alternativo, equipes operacionais e recursos tecnológicos suficientes para o reinício e recuperação dos processos críticos de negócio. Isso porque o § 2º do art. 105 já prevê que os planos de continuidade devem garantir a capacidade de recuperação em base geográfica distinta.

A sugestão quanto a mecanismos de alta disponibilidade e redundância para componentes relacionados aos sistemas críticos foi parcialmente acatada. Foi incluído novo parágrafo no art. 105, que prevê que as entidades administradoras de mercado organizado devem adotar mecanismos de disponibilidade adequados às características dos mercados por elas administrados. Assim, a CVM avaliará a razoabilidade das práticas propostas pelas entidades administradoras levando em consideração suas características particulares.

ANBIMA considera necessária uma harmonização mínima dos protocolos e procedimentos envolvidos nos planos de continuidade de negócios para a sua execução pelos participantes, quando for o caso. Dessa forma, sugere que a redação do art. 75 (atual art. 104) indique que a autorregulação unificada deve estabelecer as diretrizes mínimas desses planos.

A sugestão perdeu objeto em função da decisão da CVM de não adotar o modelo da autorregulação unificada (vide o item 3.1 deste relatório). De qualquer modo, esclarece-se que as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

disposições da norma estão em linha com o colocado em outras normas nacionais e internacionais sobre o assunto.

B3 e BSM compreendem que é importante que o processo gerenciamento do risco de pré-negociação também seja amparado por planos de continuidade. Assim, sugerem a inclusão de novo inciso no art. 76 (atual art. 105) para inserir essa atividade no rol dos processos críticos que necessariamente devem estar abrangidos nos planos de continuidade.

A sugestão não foi acatada, pois se entendeu que, dependendo da forma de atuação das entidades administradoras de mercado organizado, o risco de pré-negociação pode não ser relevante, estando mais ligado ao caso das entidades administradoras que também atuam como contraparte central.

Deve-se ainda observar que os processos críticos de negócio citados nos incisos do art. 105 consistem em uma lista mínima e não exaustiva, uma vez que o **caput** desse dispositivo esclarece que qualquer processo considerado crítico pela entidade administradora de mercado organizado deverá ser incluído nos planos de continuidade de negócios por ela elaborados nos termos do art. 104.

B3 e BSM solicitam que o inciso IV do art. 76 (atual art. 105) esclareça se os dados ali referidos são os dados regulatórios dos mercados administrados mencionados nos incisos II a V do art. 38 (atual art. 39). As participantes entendem que os sistemas responsáveis por publicar os dados indicados nos incisos II a V do art. 38 (atual art. 39) são críticos, razão pela qual devem ser abrangidos pelos planos de continuidade. B3 e BSM salientam que os demais dados publicados, como, por exemplo, aqueles que compõem produtos de dados, não configuram processos críticos da B3.

A sugestão foi parcialmente acatada. O inciso IV do art. 105 foi alterado, mas optou-se por indicar que a atividade de divulgação que deve estar abrangida nos planos de continuidade de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

negócios se refere aos dados regulatórios de mercado previstos nos incisos III a V do art. 39, por serem os mais essenciais para a continuidade das operações.

De forma a melhor esclarecer o objetivo da norma, optou-se ainda por incluir novo inciso no art. 105 para substituir a expressão “registro de operações” pela menção ao “registro de negócios, incluindo das operações previamente realizadas e levadas a registro”.

O § 1º do art. 76 (atual art. 105) prevê que, caso a entidade administradora de mercado organizado exerça atividades de pós-negociação, os planos de continuidade devem abranger também os processos de gestão de riscos e garantias e de compensação e liquidação de operações.

B3 e BSM alegam que os planos de continuidade das atividades de pós-negociação deveriam ser regulados nos normativos que regem essas atividades e propõem que o § 1º do art. 76 (atual art. 105) seja excluído.

Alternativamente, sugerem que a obrigação seja aplicável a toda e qualquer companhia que exerça atividades de pós-negociação de valores mobiliários, independentemente de cumulá-las com as atividades de negociação. Para as participantes, essa medida permitiria a existência de um mesmo padrão e uma mesma forma de atendimento para todo o setor, evitando o risco de ônus maior às entidades que tenham as atividades de negociação e pós-negociação integradas.

As sugestões não foram acatadas. A norma trata do funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado e somente reforça, no que diz respeito à atividade de pós-negociação, obrigação já prevista no **Principles for Financial Market Infrastructures** (PFMI) e na Resolução CMN 4557, de 2017, para instituições financeiras e demais instituições autorizadas a operar pelo Banco Central do Brasil.

O § 2º do art. 76 (atual inciso II do § 2º do art. 105) indica que o plano de continuidade deve incluir a manutenção de estrutura de duplicação e guarda de informações, e capacidade de recuperação em base geográfica distinta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM sugerem a inclusão de novo parágrafo no art. 76 (atual art. 105) para esclarecer – em linha com o princípio 17 do PFMI – que, para definição de base geográfica distinta, deve-se considerar que os locais principais e alternativos não devem estar expostos aos mesmos fatores de riscos de interrupção.

A sugestão foi acatada e a redação do atual inciso II do § 2º do art. 105 foi modificada em linha com a proposta das participantes.

ANBIMA sugere que seja acrescentado um parágrafo no art. 77 (atual art. 106) para indicar que o resultado das revisões e testes anuais dos planos de continuidade de negócios devem ser divulgados também para seus participantes, em nível de detalhamento compatível com as atividades desempenhadas e com a sensibilidade das informações.

A mesma sugestão é feita pela participante quanto ao teste dos sistemas críticos e do programa de segurança cibernética de que tratam, respectivamente, o art. 79 (atual art. 107) e o art. 82 (atual art. 110).

A sugestão não foi acatada por se entender que as entidades administradoras de mercado organizado estão mais bem posicionadas para avaliar se há, no seu caso específico, a necessidade de divulgação desses resultados para seus participantes.

Essa avaliação deve integrar os mecanismos de coordenação com os participantes que, conforme já comentado, devem ser desenvolvidos pelas entidades administradoras sempre que essa coordenação se mostre necessária para garantir o efetivo funcionamento das políticas previstas na norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.30. Sistemas críticos (art. 79, atual art. 107)

O art. 79 (atual art. 107) estabelece que as entidades administradoras de mercado organizado devem implementar políticas e práticas para garantir que seus sistemas críticos tenham níveis de capacidade, integridade, resiliência, disponibilidade e segurança adequados.

B3 e BSM entendem que esse tema abrange atividades operacionais e técnicas, que não necessariamente precisariam constar de políticas corporativas, que tratam de orientações gerais e diretrizes, bem como passam pelas maiores alçadas de aprovação da entidade. Para as participantes, não há necessidade de fixar que todas as questões que envolvem os sistemas críticos sejam tratadas por políticas, ficando a cargo da entidade definir qual documento corporativo deve dispor sobre o assunto, considerando a sua estrutura, relevância e aprovações internas.

A sugestão não foi acatada. O atual art. 107 não determina que todas as questões indicadas nos incisos I a VI de seu § 1º devem ser tratadas em detalhe na política de gerenciamento de riscos voltada para os sistemas críticos, uma vez que o dispositivo também se refere ao dever da entidade de implementar procedimentos nesse sentido.

Embora seja obrigatória a elaboração de uma política que deverá ser aprovada pelo conselho de administração nos termos da alínea “b” do inciso V do atual art. 27, a norma dá liberdade às entidades administradoras de mercado organizado para definirem se sua política tratará, ou não, apenas das diretrizes gerais sobre o tema (definindo, por exemplo, a estrutura voltada para o gerenciamento desses riscos, a periodicidade com que os sistemas críticos serão testados, como e com que periodicidade será realizada a avaliação e o planejamento da capacidade atual e futura etc.).

Ou seja, desde que a política de gerenciamento de riscos envolvendo os sistemas críticos e as demais normas corporativas desenvolvidas pela entidade garantam em conjunto o alcance dos objetivos colocados no **caput** do art. 107, as políticas desenvolvidas pelas entidades administradoras podem tratar apenas das orientações gerais e diretrizes sobre o assunto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM sugerem ajustes na redação do § 1º do art. 79 (atual art. 107) para que todo sistema novo ou todo sistema que sofra alterações seja testado quanto à sua conformidade com o disposto na regulação e nas regras editadas pela entidade administradora de mercado organizado somente quando de sua homologação e implantação, excluindo-se a previsão da necessidade de testes anuais.

As sugestões não foram acatadas. A garantia do funcionamento eficiente e regular dos mercados organizados e de seus sistemas críticos depende da verificação e monitoramento da conformidade desses sistemas com as normas em base periódica.

B3 e BSM propõem ajustes no § 3º do art. 79 (atual art. 107), que trata do conteúdo do relatório sobre os testes dos sistemas críticos que deve ser enviado à SMI e ao conselho de administração. No entendimento das participantes, a inclusão de todas as informações previstas no § 3º do art. 79 (atual art. 107) agregaria pouco valor e aumentaria significativamente o custo de observância.

A proposta da B3 e da BSM é que o relatório seja enviado à CVM e ao “órgão estatutário competente” e que contenha somente o resultado dos testes dos sistemas críticos e as ações planejadas para sanar as eventuais deficiências encontradas. Para as participantes, a entidade administradora poderia apenas manter à disposição da CVM documentos corporativos com informação sobre os metodologia e critérios aplicados nos testes, áreas da entidade administradora de mercado organizado envolvidas e se houve participantes externos. B3 e BSM sugeriram, entretanto, a supressão da necessidade de que esses documentos corporativos indiquem o critério aplicado para a seleção dos participantes dos mercados administrados, caso haja o envolvimento de algum desses nos testes realizados.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Manteve-se a exigência de que o relatório seja enviado ao conselho de administração e que, caso haja envolvimento de participantes dos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercados organizados administrados, seja indicado o critério de seleção aplicado no documento corporativo sugerido pelas participantes.

B3 e BSM indicam que a redação do § 4º do art. 79 (atual art. 107) permite entender que a CVM pode determinar a realização de auditoria interna ou externa. Para a B3 e a BSM, a auditoria interna poderia atender a necessidade da CVM de maneira eficiente (sem que haja necessidade de auditoria externa), dadas suas funções e considerando seu conhecimento dos processos e sistemas da entidade com uma abordagem de risco.

A sugestão não foi acatada, dado que em circunstâncias excepcionais e específicas pode ser necessária a realização de auditoria externa em situações em que haja efeitos adverso para o funcionamento dos mercados administrados e indício de que as políticas e procedimentos adotados pela entidade administradora de mercado organizado não estão atendendo às finalidades da norma.

2.31. Segurança da informação (art. 80, atual art. 108)

B3 e BSM sugerem que sejam incorporados outros oito incisos no **caput** do art. 80 (atual art. 108) para incluir maior detalhamento no rol mínimo de regras, procedimentos e controles internos que as entidades administradoras devem implementar visando a segurança da informação.

Sugerem ainda o acréscimo de novo parágrafo no artigo para prever que a entidade administradora de mercado organizado (ao desenvolver e implementar as regras, procedimentos e controles internos previstos no artigo) e a CVM (ao avaliar os assuntos tratados) devem utilizar diretrizes e recomendações internacionalmente aceitas como referência de boas práticas de segurança da informação.

As propostas foram parcialmente acatadas. Tendo em vista que as sugestões tratavam especificamente da segurança cibernética, elas foram incorporadas no atual art. 110, mas de forma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

parcial para evitar detalhamento excessivo do conteúdo do programa de segurança cibernética que deverá ser desenvolvido pelas entidades administradoras considerando suas características particulares.

A sugestão de inclusão de novo parágrafo no atual art. 108 não foi acatada tendo em vista que o parágrafo único do atual art. 115 já indica que, na avaliação dos assuntos tratados no Capítulo XIX, a CVM utilizará as diretrizes formuladas pelo Comitê sobre Sistemas de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado (CPMI) e pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (OICV-IOSCO), bem como pelo COSO (**Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission**).

Não obstante, tendo em vista a preocupação das participantes, foram realizados ajustes na redação do art. 115 para incluir referência a outras diretrizes internacionalmente aceitas. Também foi acrescentado novo parágrafo no dispositivo para prever que a SMI pode atualizar e modificar a orientação sobre a diretrizes e princípios internacionais que serão levados em conta pela Autarquia na sua supervisão, sendo exigida a prévia comunicação às entidades administradoras de mercado organizado.

TAG entende que a norma não deveria permitir que cada entidade administradora possa classificar uma informação como sensível levando em conta critérios próprios (parágrafo único do art. 80, atual art. 108). Para a participante, a norma deveria indicar os critérios que devem ser utilizados para se fazer essa classificação, levando em conta as características comuns desse tipo de informação. Alternativamente, sugere que a entidade responsável pela autorregulação unificada regulamente a matéria.

A sugestão não foi acatada. A adoção de um mesmo conjunto de critérios para todas as entidades administradoras poderia gerar custos desnecessários.

A norma adotou um modelo flexível em que cada entidade avalia que informações, além das indicadas no parágrafo único do atual art. 108, devem ser protegidas. Isso foi feito por se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

compreender que as entidades administradoras estão mais bem posicionadas para fazer essa avaliação levando em conta as características dos mercados administrados, sua forma de operação, valores mobiliários negociados e público-alvo.

2.32. Programa de segurança cibernética (art. 82, atual art. 110)

B3 e BSM propõem a inclusão de novo inciso no art. 82 (atual art. 110) para prever a necessidade da avaliação da aderência do programa de segurança cibernética implementado pela entidade administradora de mercado organizado às boas práticas da indústria, tendo como referência diretrizes e recomendações internacionalmente aceitas.

As participantes também sugerem que o parágrafo único do art. 82 (atual art. 110) indique que os testes realizados para avaliação da eficácia do programa de segurança cibernética devem prever, no mínimo, a adoção de uma equipe interna de testes contínuos (**Red Team**), análise de vulnerabilidade das aplicações e infraestrutura (**Security Scans, Application Vulnerability Analysis, patch management e Security Hardening**) e a realização de testes de intrusões (**Penetration Test**).

A sugestão quanto à necessidade de avaliação da aderência do programa de segurança cibernética às boas práticas da indústria, tendo como referência diretrizes e recomendações internacionalmente aceitas, foi acatada, mas por meio da alteração do parágrafo único do atual art. 110 que já tratava do conteúdo da avaliação.

A sugestão para a inclusão de menção a testes específicos no parágrafo único do art. 110 não foi acatada para evitar detalhamento excessivo do conteúdo do programa de segurança cibernética que deverá ser desenvolvido pelas entidades administradoras considerando suas características específicas.

ANBIMA sugere que a redação do **caput** do art. 82 (atual art. 110) seja alterada para prever que os programas de segurança cibernética devem ser elaborados de acordo com princípios mínimos estabelecidos pela autorregulação unificada, levando em conta as características e o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tamanho de cada entidade administradora de mercado organizado, com os critérios próprios de classificação de risco da instituição e proporcionais aos riscos identificados. De acordo com a ANBIMA o objetivo de atribuir essa competência à autorregulação unificada é garantir uma harmonização mínima dos protocolos e procedimentos.

A sugestão perdeu objeto, uma vez que se optou por não adotar o modelo de autorregulação unificada (vide o item 3.1 deste relatório). De qualquer forma, ressalta-se que a preocupação da participante com a harmonização de procedimentos já se encontra atendida pela norma. Não só pelas disposições sobre o conteúdo mínimo dos programas de segurança cibernética como também pelo art. 115 que esclarece sobre as diretrizes e princípios internacionais que vão orientar a supervisão da SMI sobre o assunto.

2.33. Comunicação de incidentes relevantes (arts. 83 e 84, atuais arts. 111 e 112)

B3 e BSM alegam que nem todos os processos críticos possuem impacto nos mercados administrados e que seria desnecessário o reporte ao conselho de administração e à SMI de todos os acionamentos do plano de continuidade, mas somente aqueles que representem um elevado risco ao mercado e que, portanto, são considerados críticos.

Em função disso, sugerem que os incisos I e II do art. 83 (atual art. 111) indiquem que a comunicação deve ser efetuada em casos de eventos ou incidentes críticos, em substituição ao termo “relevante”.

B3 e BSM solicitam ainda que o parágrafo único do art. 84 (atual art. 112) indique que a SMI deve tratar as informações recebidas sobre o incidente como confidenciais.

As sugestões foram acatadas e estão refletidas na versão final da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.34. Contratação de serviços relevantes (art. 86, atual art. 114)

TAG entende que as exigências previstas no § 1º do art. 86 (atual art. 114) devem se aplicar apenas aos serviços relevantes que são aqueles relacionados aos processos críticos de negócio conforme definido nos incisos XI e XIII do art. 2º.

TAG chama a atenção que a despeito das definições do art. 2º, a redação do art. 86 (atual art. 114) permite entender que qualquer contratação de terceiro para desempenhar tarefa instrumental ou acessória às atividades reguladas pela norma se submete às exigências do § 1º do art. 86 (atual art. 114). Assim, solicita que a redação do **caput** do art. 86 (atual art. 114) especifique que o dispositivo se dirige apenas aos serviços relevantes prestados por terceiros.

A sugestão foi parcialmente acatada e a redação do **caput** do dispositivo (atual art. 114) passou a ser referir a serviços relevantes prestados por terceiros.

B3 e BSM propõem que o inciso V do § 2º do art. 86 (atual art. 114) se refira ao terceiro contratado “que preste serviços relevantes” e não faça referência específica a planos de contingência. Sugerem ainda a inclusão de novo inciso no § 2º para prever que a entidade administradora deve se assegurar que o terceiro contratado, quando responsável pela execução de tarefas de recuperação de desastre, atue em conformidade com o plano de continuidade de negócios estabelecido pela entidade administradora de mercado organizado.

As sugestões foram acatadas. A redação do inciso V do § 2º do art. 114 foi modificada na forma sugerida pelas participantes, pois se entendeu que a redação proposta mantinha o objetivo da norma de garantir que os terceiros contratados para a prestação de serviços relevantes mantenham planos que assegurem a prestação dos serviços em caso de desastre.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.35. Mercado de Bolsa: Regras de Negociação (arts. 91 a 95, atuais arts. 119 a 123)

Os arts. 91 a 95 (atuais arts. 119 a 123) atribuem às bolsas de valores o dever de elaborar regras sobre procedimentos especiais de negociação que garantam condições adequadas para o processo de formação de preços e a participação equitativa dos investidores nas operações. Em função disso, a norma também propõe a revogação da Instrução CVM 168, que atualmente regulamenta a matéria.

ANBIMA e ANCORD concordam com a proposta, pois entendem que as entidades administradoras de bolsa têm melhores condições para avaliar e fixar os parâmetros para a adoção de procedimentos especiais aplicáveis aos seus ambientes de negociação.

ANBIMA ressalta, contudo, que é importante que haja requisitos mínimos comuns que sejam aplicados por todas as bolsas de forma a harmonizar os procedimentos especiais e a evitar a existência de regras díspares entre si ou de assimetrias para os participantes. ANBIMA sugere que esses requisitos sejam estabelecidos pela autorregulação unificada seguindo o mesmo modelo proposto para a negociação de grandes lotes de valores mobiliários.

No mesmo sentido, Albus Hedge compreende que, em um ambiente de múltiplas bolsas competindo entre si, a norma proposta pode estimular uma arbitragem regulatória entre as bolsas, com os participantes selecionando o mercado onde a regra seja mais favorável. Por esta razão, propõe que a CVM seja a entidade responsável por estabelecer as regras de leilão aplicáveis a todos mercados organizados.

Optiver sugere, por sua vez, que os procedimentos especiais propostos por qualquer nova entidade administradora devem estar alinhados com os procedimentos atualmente aplicados. Defende ainda que todo o fluxo de varejo deve ser em bolsa.

Não se entendeu necessário promover alteração na norma para atender à preocupação das participantes. A norma prevê no inciso I do art. 180 que as regras elaboradas pelas entidades



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

administradoras de mercado organizado sobre procedimentos especiais de negociação deverão ser previamente aprovadas pela CVM.

Assim, a redação da norma já fornece à CVM meios para promover as harmonizações necessárias entre as regras de cada mercado de bolsa que se mostrem necessárias, levando em conta os parâmetros dos atuais arts. 119 a 121.

B3 e BSM sugerem que a redação do inciso III do art. 91 (atual art. 119) seja alterada para passar a se referir a “valores mobiliários”, caso o termo “ativos” utilizado no dispositivo englobe derivativos.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

André Bacci propõe que a redação do parágrafo único do art. 91 (atual art. 119) seja modificada para adotar uma priorização de ordens por preço-visibilidade permanência-tempo, ao invés do usual preço-tempo. De acordo com o participante, essa sugestão está em linha com recentes aprovações dadas pela SEC em casos específicos, mas que a seu ver teriam aplicação geral, merecendo regulamentação.

Segundo André Bacci, detalhes da prioridade de visibilidade podem ser observados no **Rule Book** da IEX e detalhes da prioridade por permanência pode ser observada na definição ao atributo “ELO” em ordens da Nasdaq. O participante comenta que no esquema preço-visibilidade-permanência-tempo, três ordens a mesmo preço (uma totalmente invisível, uma totalmente visível, e uma totalmente visível com restrição contra alterações e cancelamento por um tempo determinado) seriam assim priorizados, independente da ordem de chegada: (a) ordem ou parte da ordem visível, com permanência; (b) ordem ou parte da ordem visível; e (c) ordem ou parte da ordem invisível.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão foi parcialmente acatada. Não se entendeu pertinente obrigar a adoção da forma de priorização sugerida. No entanto, as redações do parágrafo único do art. 119 e do art. 146 foram modificadas para permitir que outros critérios de priorização possam ser desenvolvidos pelas entidades administradoras de mercado de bolsa, sem prejuízo da necessidade de aprovação dessas regras pela CVM.

B3 e BSM entendem que os principais riscos envolvidos na negociação de valores mobiliários no mercado de bolsa são: (a) risco de crédito e quantidade; e (b) risco na formação de preço e tecnologia. As participantes entendem que esses riscos devem contar com mecanismos mínimos de regulamentação aplicáveis a todas as entidades administradoras de mercado de bolsa.

As participantes apontam que um mecanismo indispensável para mitigar o risco de crédito e quantidade é a imposição de limites de risco de pré-negociação (limites operacionais de negociação de acordo com a capacidade econômico-financeira) e de tamanho máximo da ordem (rejeição de ordens cujo tamanho exceda o limite máximo permitido ao investidor, de forma a evitar erros operacionais e a execução de quantidades que gerem volumes financeiros incompatíveis com a capacidade econômico-financeira).

No que diz respeito ao risco de formação de preço, B3 e BSM ressaltam que há mecanismos que atuam de forma automática e que possibilitam a igualdade de condições ao mercado, tais como túnel de rejeição, túnel de leilão, túnel de proteção e **circuit breaker**.

Afirmam que, em função da sofisticação tecnológica e do aumento da utilização de algoritmos e **HFT**, a ocorrência de problemas tecnológicos pode causar impacto significativo no funcionamento do ambiente de negociação. Por essa razão, entendem que há a necessidade de que sejam adotados mecanismos tecnológicos mitigadores de risco de execução, entre os quais os mais eficientes seriam: **cancel on disconnect**, **throttle**, ferramenta de cancelamento de oferta (Firmsoft) e **market protection**.

Assim, sugerem que sejam incluídos novos parágrafos no art. 92 (atual art. 120) para indicar que: (i) os procedimentos especiais de negociação mencionados no inciso IV devem incluir túneis



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de leilão, rejeição e proteção para fins de oferecer condições para o adequado processo de formação de preço no mercado, bem como incluir a adoção de ferramentas de risco pré-negociação, mitigadores tecnológicos, políticas de mensagens e prevenção de risco por desconexões involuntárias; e (ii) as entidades administradoras de mercado de bolsa devem envidar os melhores esforços para acordar sobre os parâmetros de acionamento dos procedimentos especiais.

As sugestões não foram acatadas por envolverem tema já tratado no inciso I do atual art. 121 ou questões específicas relacionadas a ferramentas de controle de risco, não exatamente ligadas à questão das regras de negociação que são o objeto do dispositivo. Além disso, as propostas abordam metodologias que não necessariamente precisam ser adotadas por qualquer ambiente de bolsa, uma vez que formas diferenciadas de tratamento das mesmas preocupações podem ser implementadas, a depender do modelo de negócios adotado pela entidade administradora.

B3 e a BSM compreendem que, em cenário de concorrência, há a necessidade de que a regulamentação estimule a adoção de mecanismos de coordenação da ferramenta de **circuit breaker** entre as diferentes administradoras de mercado de bolsas, tendo em vista que essa ferramenta tem sido fundamental para a manutenção da solidez do mercado de ações brasileiro e ao redor do mundo.

B3 e a BSM indicam que um estudo da WFE apontou que houve um aumento de 60% para 86% na utilização do **circuit breaker** como método de proteção dos investidores e da integridade e estabilidade do mercado em cenário de alta volatilidade, entre 2008 e 2016.

De acordo com as participantes, esse estudo analisou a necessidade de coordenação do **circuit breaker** em diferentes mercados e jurisdições. Dos 29 entrevistados, 20 se mostraram favoráveis à coordenação do **circuit breaker** entre instituições, 4 não souberam decidir e 5 foram contrários, alegando que este conceito era desnecessário ou, até mesmo, danoso ao mercado. Segundo B3 e BSM, o argumento apresentado pelos 24 respondentes favoráveis e indecisos foi que a coordenação pode melhorar a proteção do investidor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em função disso, B3 e BSM sugerem que:

(a) as entidades administradoras de mercado de bolsa que operem no Brasil devem alinhar parâmetros de acionamento do mecanismo de **circuit breaker**; e

(b) após o acionamento do **circuit breaker**, seja permitida a retomada da negociação via procedimento de leilão somente na entidade responsável pela listagem dos emissores dos valores mobiliários admitidos à negociação, enquanto as demais deverão estar em período de suspensão de negociação até a retomada da negociação contínua.

O comentário foi considerado parcialmente pertinente. Foi incluído o parágrafo único no atual art. 89 para indicar que as entidades administradoras de mercado organizado devem coordenar entre si procedimentos (que podem incluir um alinhamento de critérios, a depender da situação) que garantam que as decisões de suspensão ou de exclusão de negociação sejam executadas de forma simultânea em todos os mercados em que os valores mobiliários envolvidos sejam negociados.

Ressalta-se que os procedimentos determinados no parágrafo único do atual art. 89 devem se aplicar não apenas a casos pontuais envolvendo a suspensão ou exclusão da negociação de um valor mobiliário específico, como também a situações de extrema volatilidade e que exijam intervenções de maior envergadura.

O § 2º do art. 93 (atual art. 121) indica que as referências de quantidades negociadas e os preços utilizados para fins de aplicação de procedimentos especiais de negociação devem considerar os observados no mercado de bolsa de maior liquidez em funcionamento no país.

ANBIMA entende que esse comando pode favorecer uma situação de preponderância da bolsa já consolidada, bem como o surgimento de dúvidas quanto à extensão da aplicação dos procedimentos especiais pelas demais. A participante acredita que as referências de quantidade e preço usados para fins da aplicação de procedimentos especiais deveriam considerar um



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

consolidado dos valores utilizados no mercado, bem como as referências utilizadas na própria bolsa em que a operação estava em curso.

Por esse motivo, sugere que deve haver padrões mínimos aplicáveis aos procedimentos especiais de negociação, definidos pela autorregulação unificada com a contribuição dos participantes do mercado. O objetivo seria indicar regras mínimas que não impliquem que a adoção de procedimentos especiais por uma bolsa acione a necessidade de adoção do mesmo procedimento pelas demais bolsas, ficando a escolha para decisão de cada entidade.

ANBIMA compreende também que há necessidade de unificação e harmonização das regras previstas no § 3º do art. 93 (atual art. 121) que serão aplicáveis aos procedimentos especiais de negociação envolvendo operações realizadas por acionistas controladores.

B3 e a BSM concordam com a proposta do § 2º do art. 93 (atual art. 121), mas compreendem que devem ser estabelecidos critérios objetivos para determinar que bolsa é a de maior liquidez, de forma a trazer maior previsibilidade na aplicação da regra e facilitar o monitoramento da bolsa de maior liquidez.

Em função disso, sugerem a inclusão de novo parágrafo no art. 93 (atual art. 121) para prever que a verificação da bolsa de maior liquidez de que trata o § 2º deve considerar o volume financeiro total negociado e a quantidade total de negócios transacionada em cada ambiente de mercado.

As sugestões das participantes foram parcialmente acatadas. A redação do § 2º do atual art. 121 foi modificada para esclarecer que o dispositivo se refere ao mercado de bolsa em que o valor mobiliário objeto de procedimento especial apresente maior liquidez.

No que se refere à necessidade de harmonização do tratamento dado às operações realizadas por acionistas controladores nas regras desenvolvidas pelas entidades administradoras de mercado organizado (atual art. 122), não se entendeu necessário promover alterações na norma, uma vez que o inciso I do atual art. 180 prevê que essas regras deverão ser previamente aprovadas pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, a norma já fornece à CVM meios para promover a harmonização que se mostre necessária entre as normas de cada mercado de bolsa, levando em conta os parâmetros dos atuais arts. 119 a 121.

O art. 94 da Minuta prevê determinados deveres que devem ser observados pelos participantes ao receberem ordens que se enquadrem nas hipóteses previstas no art. 93 (atual art. 121), que determinam a adoção de procedimentos especiais de negociação.

ANBIMA entende que o disposto no art. 94 da Minuta pode impor deveres muito onerosos aos participantes sem que os objetivos da norma sejam alcançados.

ANBIMA ressalta que, diante da dinâmica atual do mercado brasileiro, exigir que os participantes alertem os clientes e solicitem informações expressas “ao receberem ordens” traz complexidades operacionais que podem tornar inviável o cumprimento, na prática, dos deveres previstos no dispositivo proposto.

Argumenta que a redação do art. 7º da Instrução CVM 168 foi editada em 1991, quando as negociações eram realizadas em pregão viva voz, ou seja, em uma velocidade e latência muito distintas daquelas verificadas nas condições atuais. Defende também que procedimentos de alerta e de coleta de informações junto aos clientes no momento do recebimento da ordem não seriam adequadamente operacionalizados no atual padrão da maioria das interações mantidas entre participantes e clientes.

Por esse motivo, propõe alterações na redação do art. 94 da Minuta para que a norma passe a prever que os participantes devem apenas informar aos seus clientes em suas regras, procedimentos e controles internos sobre: (a) a necessidade de realização de procedimentos especiais no caso do recebimento de ordens que se enquadrem nas situações previstas na norma; (b) o dever do cliente vendedor de prestar ao participante as informações requeridas no inciso II do art. 94.

ANBIMA também propõe a inclusão de 3 parágrafos no art. 94 (atual art. 122) para prever que: (a) na ausência de informação expressa do cliente vendedor, os participantes devem presumir



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o não enquadramento das ordens às situações previstas no art. 93 (atual art. 121), assim como o desconhecimento, pelo cliente vendedor, de qualquer informação relevante sobre o emissor do valor mobiliário que não seja de domínio público; (b) quando tiverem conhecimento de situações que se enquadrem nas hipóteses previstas no art. 93 (atual art. 121), os participantes devem informar imediatamente à entidade administradora do mercado de bolsa, para a adoção dos procedimentos previstos nos regulamentos; e (c) as entidades administradoras devem definir em seus regulamentos, para efeito do art. 93 (atual art. 121), o conceito de vínculo do cliente vendedor com os acionistas controladores ou com a administração da companhia emissora.

ANBIMA ressalta que a definição do conceito de vínculo do cliente vendedor com os acionistas controladores ou com a administração da companhia emissora visa trazer clareza aos intermediários e clientes e que essa preocupação pode ser atendida pela definição desse conceito na própria norma.

As sugestões não foram acatadas. A norma proposta não se dirige a toda e qualquer ordem. Ela se aplica somente nas hipóteses do atual art. 121, sendo que a declaração expressa do cliente vendedor quanto ao disposto no inciso II somente será exigida nos casos previstos nas regras de negociação da entidade administradora de mercado de bolsa.

Adicionalmente, por se tratar de regra direcionada aos participantes, optou-se pela inclusão desse dispositivo na Resolução CVM 35, que trata das normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, por meio da inserção do novo art. 13-A.

Jocelino Santos sugere a implementação de tela **book** cego para todas as negociações de ações, futuros e outros valores mobiliários. O participante salienta que o **book** cego não apresenta o nome da corretora com ordens de compra ou venda no livro de ofertas, sendo a transação finalizada sem identificação da parte compradora ou vendedora.

Jocelino Santos aponta que a B3 classifica as corretoras em estrangeiras, institucionais ou pessoa jurídica financeira. Para o participante, na forma atual, todos com poder de processamento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

e armazenagem destas informações podem saber quem está comprando o quê, desde quando, preço médio, se pessoas físicas (há corretoras que possuem majoritariamente esse tipo de cliente), se do lado comprador ou vendedor. Jocelino Santos acredita que essas informações podem conduzir à formação de acordos entre grandes participantes do mercado.

A sugestão não foi acatada. A autorização para o uso do mecanismo de “tela cega” foi dada especificamente para o mercado contratos de commodities e a CVM não considera adequado estender a permissão à negociação de outros valores mobiliários. Ademais, como mencionado no item 2.17 deste relatório, a divulgação do intermediário responsável pela operação aumenta a transparência pós-negociação e é prática consolidada no mercado brasileiro.

2.36. Mercado de balcão organizado (arts. 96 a 108, atual arts. 142 a 155)

Bloomberg pede para CVM esclarecer se a norma se aplica apenas a mercados organizados de balcão que são administrados por operadoras brasileiras ou se a CVM pretende também regulamentar quaisquer mercados organizados de balcão inclusive administrados por operadores não brasileiros.

Solicita ainda que a CVM esclareça se tem intenção de reconhecer (na data de publicação da norma) que mercados organizados atualmente considerados sistemas regulados nos Estados Unidos pela **U.S. Commodity Futures Trading Commission**, na Europa pela **UK Financial Conduct Authority**, **European Securities and Markets Authority** e outros reguladores financeiros da União Europeia, e em Cingapura pela **Monetary Authority of Singapore**, serão considerados mercados de balcão organizados regulamentados no Brasil, sem exigência de que essas plataformas de negociação sejam igualmente regulamentadas pela CVM.

Bloomberg ressalta que esta tem sido a abordagem adotada por muitos dos principais reguladores globais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As regras relativas à autorização para o funcionamento de entidade administradora de mercado organizado da norma não incluem o reconhecimento de autorização dada em outras jurisdições.

Pelas razões que serão expostas no item 2.38 deste relatório, a norma tampouco se propõe a permitir a atuação no país de entidades administradoras de mercado de balcão que não sejam constituídas no Brasil.

Os parágrafos únicos dos arts. 88 (atual art. 116) e 96 (atual art. 142) estabelecem que as operações realizadas em bolsa ou em mercado de balcão organizado com a utilização das formas previstas nos incisos I e II do **caput** desses artigos devem ser necessariamente compensadas e liquidadas por meio de entidade que assuma a posição de contraparte central.

ANBIMA indica que a inclusão dessa exigência suscitou dúvidas quanto à distinção entre operações realizadas em bolsa e em balcão organizado nesse contexto.

Não se entendeu necessário modificar a redação dos atuais arts. 116 e 142, pois a norma estabelece que, independentemente da categoria de mercado organizado, se houver negociação em sistema que não permita a identificação das contrapartes das operações, a liquidação deverá se dar por meio de contraparte central.

Bloomberg pede que a redação do inciso I do art. 96 (atual art. 142) seja complementada para indicar que o sistema centralizado e multilateral de negociação é aquele que “possibilita a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários”, e não o encontro e interação de ofertas, como proposto, “com a devida comprovação de execução evidenciada por meio de uma nota de confirmação vinculativa emitida pelo próprio sistema”.

Por sua vez, Albus Hedge sugere a exclusão do inciso I do art. 96 (atual art. 142) por entender que um sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e interação de ofertas seria aplicável apenas a uma bolsa e não a um mercado de balcão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões não foram acatadas. A redação do inciso I do atual art. 142 reproduz o inciso I do art. 92 da Instrução CVM 461, que vem sendo aplicado sem que suscite dúvida ou interpretações equivocadas.

Além disso, a modificação na redação sugerida pela Bloomberg restringiria de forma excessiva o alcance da norma, uma vez que as confirmações das operações realizadas em balcão organizado podem ocorrer com o uso de outros mecanismos, conforme o modelo de negócios a ser adotado pela entidade administradora.

Bloomberg pede que se esclareça se o inciso II do art. 96 (atual art. 142) foi incluído com a intenção de abranger programas de formação de mercado, uma vez que a redação não deixa claro que tipos de sistemas o dispositivo pretende abranger.

O inciso II do atual art. 142 reproduz o inciso II do art. 92 da Instrução CVM 461.

O fato de a norma possibilitar nesse inciso que um mercado de balcão organizado opere exclusivamente com formadores de mercado (que assumam a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda), não impede que nas demais hipóteses previstas nos incisos se adote o formador de mercado como contraparte facultativa para a execução de operações, consideradas as especificidades do processo de formação de preços, na forma prevista na regulamentação específica editada pela CVM.

Bloomberg sugere que o inciso III do art. 96 (atual art. 142) seja excluído, pois uma negociação bilateral pode ser feita por meio de uma ligação telefônica ou mensagens de texto. Para a participante, a menção à negociação bilateral na definição de mercado de balcão organizado, sem nenhuma regra ou parâmetro adicional, pode ter o efeito de caracterizar qualquer conversa telefônica, e-mail ou mensagem instantânea que trate sobre valores mobiliários como atividade regulamentada do mercado, introduzindo assim incerteza regulatória e sufocando o fluxo de informações no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão não foi acatada. Uma negociação bilateral realizada por meio de ligação telefônica ou mensagem de texto pode ser levada a registro em mercado de balcão organizado que opera na forma do inciso IV do atual art. 140. Isso, contudo, não se confunde com a definição do inciso III desse mesmo artigo, que pressupõe a existência de um sistema centralizado e bilateral de negociação.

B3 e BSM propõem a inclusão de novo parágrafo no art. 96 (atual art. 142) para esclarecer que não há exigência de que operações com valores mobiliários realizadas no mercado de balcão organizado por meio de sistema centralizado e bilateral de negociação (inciso III), e que tenham como contraparte formador de mercado, sejam compensadas e liquidadas por contraparte central garantidora.

De acordo com a B3 e a BSM, a introdução dessa exigência para as operações com valores mobiliários realizadas da forma prevista no inciso III do art. 96 (atual art. 142) poderia trazer um desincentivo à atuação de formadores de mercado e, em consequência, instituições que atuam nessa forma poderiam deixar de fazê-lo, com prováveis prejuízos à liquidez dos ativos negociados.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, tendo em vista que o parágrafo único do atual art. 142 já indica de forma expressa que somente as operações realizadas com a utilização das formas mencionadas nos incisos I e II do **caput** serão necessariamente compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.

É importante mencionar que para os negócios realizados na forma prevista no inciso III do atual art. 142, a liquidação por contraparte central, embora não obrigatória, poderá estar prevista nos regulamentos das entidades administradoras de mercado de balcão.

ANBIMA pede que se esclareça se, nas situações em que um formador de mercado atua como contraparte assumindo a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e venda, há



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

necessidade de enquadramento das operações no inciso II do art. 96 (atual art. 142) ou se tais operações também poderiam ser enquadradas no inciso III do mesmo artigo.

ANBIMA ressalta que o enquadramento obrigatório no inciso II significaria a necessidade de compensação e liquidação por meio de entidade que assuma a posição de contraparte central, arranjo esse não disponível, no mercado local, no caso de títulos de crédito privado.

A participante sugere que, caso o enquadramento das operações no inciso III seja possível, ainda que tenham como contraparte formador de mercado, que a possibilidade fique expressa na norma.

BBCE entende que a proposta do parágrafo único do art. 96 (atual art. 142) não ficou clara, pois, salvo melhor juízo, ficou vedado ao mercado de balcão organizado com liquidação bilateral a contratação de formador de mercado.

BBCE aponta que seria importante permitir que o mercado de balcão organizado com liquidações bilaterais possa contratar participantes como formadores de mercado, podendo ser exigido que o contrato seja previsto nos regulamentos e normas da entidade, bem como que esses documentos contenham previsão de penalidade no caso do não cumprimento das obrigações previstas.

Não se entendeu necessário modificar a redação do atual art. 142. O inciso III desse artigo procura regulamentar uma prática existente em alguns mercados.

Conforme já comentado, o fato de a norma possibilitar nesse inciso que um mercado de balcão organizado opere tendo como contraparte necessária um formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, não impede que se adote o formador de mercado nas demais formas de operação admitidas nos demais incisos do atual art. 142), nos termos da regulamentação editada pela CVM sobre o assunto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Bloomberg pede que a CVM esclareça se, para ser classificado como um mercado de balcão organizado de acordo com qualquer um dos incisos do art. 96 (atual art. 142), o sistema deve atender ao art. 99 (atual art. 145), ou seja, se esse último artigo deve ser interpretado como requerimento para qualificação de um ambiente ou sistema como mercado de balcão organizado.

Solicita também que se esclareça se, caso um ambiente ou sistema de negociação não atenda ao art. 99 (atual art. 145), tal sistema não será classificado como um mercado de balcão organizado e não estará sujeito à norma.

O atual art. 145 estipula que os mercados de balcão organizado devem criar e divulgar regras internas de organização que garantam, de forma permanente, a regular operação desses mercados. Esse artigo não estabelece, portanto, requisito adicional para caracterizar um mercado como balcão organizado.

A caracterização de um mercado como balcão organizado depende do enquadramento de sua forma de operação nas hipóteses autorizadas no atual art. 142, observado também o disposto no art. 4º.

Caso um mercado se enquadre como um mercado de balcão organizado, ele deverá cumprir com o previsto no atual art. 145, sob pena de atuação irregular.

Bloomberg pede que se esclareça se o art. 100 (atual art. 146):

(a) indica que, para ser caracterizado como mercado de balcão organizado nos termos do inciso I do art. 96 (atual art. 142), o sistema deve ter formação de preços por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que representa o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos na norma; e

(b) deve ser interpretado como um terceiro requisito, além do art. 99 (atual art. 145), para se qualificar um mercado de balcão organizado de acordo com o inciso I do art. 96 (atual art. 142).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Caso afirmativo, pergunta se, no caso de algum sistema de negociação centralizado e multilateral não possuir formação de preços que ocorram por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que representa o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos na norma, isso significaria que tal sistema não é um mercado de balcão organizado e não estará sujeito à nova regulamentação da CVM.

Como já comentado, o inciso I do atual art. 142 trata de uma das formas com que um mercado de balcão organizado pode atuar, que juntamente com o disposto no art. 4º, será utilizada para caracterizar um mercado como um balcão organizado.

O atual art. 146 não é um requisito adicional para caracterizar um mercado como balcão organizado. Trata-se de uma obrigação que deve ser cumprida pelos mercados de balcão organizado sob pena de atuação irregular.

Caso o art. 100 (atual art. 146) imponha a exigência de que um sistema de negociação centralizado e multilateral disponibilize o protocolo de negociação de CLOB, Bloomberg indaga se seria permitido que outros tipos de protocolos de execução de transações sejam disponibilizados por um mercado de balcão organizado que atue na forma do inciso I do art. 96 (atual art. 142).

Alternativamente, indaga se o art. 100 (atual art. 146) determina que, caso algum mercado de balcão organizado ofereça protocolo de negociação de CLOB (entre outros), o protocolo oferecido deve operar da maneira especificada nesse artigo.

Qualquer protocolo de negociação oferecido pelo mercado de balcão organizado que opere na forma do inciso I do atual art. 142 deverá atender ao disposto no atual art. 146, ou seja, deverá ser dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados outros



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM, conforme a redação final do dispositivo.

ABCRIPTO e MB defendem que as atividades do mercado organizado diferem das relativas ao registro de operações, pois o mercado organizado seria o ambiente no qual ocorrem negociações de ativos, enquanto as entidades registradoras seriam responsáveis pelo registro de operações e respectiva publicidade, observadas as regras de sigilo de dados.

ABCRIPTO e MB alegam que, quando da inclusão do § 4º no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, que trata da necessidade de registro de contratos derivativos, não havia distinção clara entre os diferentes serviços e tipos de infraestruturas de mercado de forma que diferentes serviços eram prestados pelas entidades que também atuavam como administradoras de mercados organizados (BM&F, BOVESPA S.A. e CETIP S.A.).

ABCRIPTO e MB entendem que essa confusão de conceitos coloca desafios quando se trata de estimular um ambiente propício à livre concorrência, visto que as lacunas e os conflitos entre conceitos poderiam, inclusive, representar barreiras de entrada para novos ingressantes.

As participantes questionam a atribuição, à entidade registradora, da responsabilidade por monitorar preços das operações realizadas, já que essa atividade estaria mais alinhada ao mercado organizado do que à entidade registradora. ABCRIPTO e MB entendem que a entidade registradora atua como repositório de informações e não poderia, à princípio, recusar registros de negócios já realizados em mercados organizados.

Em função disso, sugerem que o art. 103 (atual art. 149) passe a prever apenas que o sistema de registro deve ser administrado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos de regulamentação específica.

Propõem também a alteração da redação do art. 104 (atual art. 150) e a inclusão de novos artigos na Subseção II (Sistema de registro) e na Seção III (Organização dos mercados de balcão organizado) do Capítulo IX da norma para: (a) regulamentar as atividades e deveres das entidades



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

registradoras; e (b) distinguir essas atividades e deveres dos aplicáveis ao mercado de balcão organizado.

As sugestões não foram acatadas, pois não se entendeu pertinente a criação de novo participante do mercado, inclusive porque muitas das obrigações sugeridas já são impostas pela norma às entidades administradoras de mercado de balcão organizado.

Ressalta-se que foi inserido na versão final da norma novo dispositivo (art. 151) que estabelece que as entidades administradoras de mercado de balcão que operem sistema de registro de operações previamente realizadas devem desenvolver entre si mecanismos de interoperabilidade que possibilitem a portabilidade de registros realizados.

Com essa medida buscou-se complementar o objetivo da norma de preparar a regulação para um cenário de competição entre administradores de mercado. Cabe observar que disposições similares sobre o assunto já se encontram presentes em normas relativas aos sistemas de registro editadas por outros reguladores, tais como o BCB (Circular BCB nº 3952/2019, alterada pela Resolução BCB nº 72/2021, e na Circular BCB nº 3743/2015, alterada pela Resolução BCB nº 94/2021) e a SUSEP (Circular SUSEP nº 599/2020).

Alguns Hedge propõem a inclusão de um art. 98-A na norma para indicar que os mercados de balcão organizados administrados por intermediários ou por entidades administradoras de mercado organizado de bolsa devem atuar exclusivamente para os propósitos de provisão de liquidez, registro de operações previamente realizadas, registro de negócios diretos e negociação de grandes lotes, na forma dos regulamentos previamente aprovados pela CVM.

Alguns Hedge entendem que a possibilidade de criação de um balcão organizado por entidades administradoras de mercado organizado de bolsa e por intermediários (com objetivo de dar suporte a operações envolvendo, por exemplo, valores mobiliários com baixa liquidez ou grandes lotes de valores mobiliários) propiciaria maior segurança e transparência para o supervisor. Além disso, poderiam ser evitados riscos de preço para os clientes, decorrentes do tempo demandado para a execução da ordem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão não foi acatada. Conforme consta no item 2.19 deste relatório, a permissão para registro em mercado de balcão organizado de operações envolvendo qualquer tipo de valor mobiliário admitido à negociação em outro mercado organizado, sob o argumento genérico da provisão de liquidez, deturparia a concepção do que vem a ser um balcão organizado e fragilizaria o sistema de acompanhamento e de divulgação de informações que as normas sobre listagem de emissor e sobre admissão, suspensão e exclusão da negociação de valores mobiliários procuram estabelecer.

O art. 105 (atual art. 152) dispensa acionistas ou grupo de investidores agindo em conjunto ou representando interesse comum, bem como participantes do mercado de observar os limites previstos nos arts. 43 e 44 (atuais arts. 44 e 45) para a participação máxima que pode ser detida no capital social das entidades administradoras de balcão organizado.

B3 e BSM solicitam a exclusão do art. 105 (atual art. 152), pois entendem que deve haver uma aplicação isonômica de regras, requisitos mínimos de transparência e de acesso dos participantes nos mercados organizados de bolsa e de balcão. Para a B3 e a BSM, os limites de participação previstos nos arts. 43 e 44 (atuais arts. 44 e 45) são essenciais para mitigar potenciais situações de conflito de interesses, assegurando a imparcialidade da entidade administradora e o funcionamento equânime e isonômico do mercado.

De acordo com as participantes, a diferenciação na aplicação dos arts. 43 e 44 (atuais arts. 44 e 45) para mercados organizados de bolsa e balcão também pode levar à arbitragem regulatória entre esses mercados, a depender da categoria de valor mobiliário negociado ou estrutura societária das entidades. Isso porque as entidades que atuassem exclusivamente no mercado de balcão organizado teriam, na prática, um “desconto regulatório”, não concedido às entidades que atuam nos dois mercados organizados.

As participantes sugerem ainda que a existência de comitê de auditoria seja também obrigatória nas entidades administradoras de mercado de balcão organizado, na medida em que tal órgão possui um papel fundamental na boa governança e supervisão das instituições.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão foi parcialmente acatada. A distinção entre o mercado de balcão organizado e o mercado de bolsa quanto aos tipos de produtos e serviços ofertados ao mercado justifica a criação de um conjunto diferenciado de normas para esse mercado. A imposição de custos não justificados aos mercados de balcão organizado poderia, ainda, dificultar o desenvolvimento de nosso mercado de capitais ao inibir ou dificultar o surgimento de novos entrantes.

Não obstante, deve-se considerar que há potenciais conflitos na constituição de mercados organizados de balcão de cujas entidades administradoras sejam acionistas participantes desses mercados. Não por outro motivo, o atual art. 45 da norma estabelece limites a essa participação em entidades administradoras de mercado organizado de bolsa.

Assim, para entidades administradoras de mercado organizado de balcão, foi introduzido o parágrafo único no atual art. 152 para determinar que essas entidades adotem procedimentos aptos a identificar, prevenir e tratar os conflitos de interesses, bem como mecanismos de segregação das atividades de intermediação e administração de mercado organizado.

B3 e BSM sugerem ajuste na redação do parágrafo único do art. 108 (atual art. 155), para enfatizar que a não adesão ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos só deve ser divulgada nos materiais informativos quando a entidade administradora de mercado de balcão organizado fizer uso da dispensa prevista no **caput**.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

2.37. Pedido de autorização para funcionamento como entidade administradora de mercado organizado (arts. 109 a 116, atuais arts. 156 a 166)

SEAE/ME salienta que os arts. 109 e 119 (atuais arts. 156 e 166) preveem prazos máximos de 6 meses para pedidos de autorização e funcionamento de mercado de balcão organizado, e de 9 meses para pedidos de autorização para funcionamento de mercado de bolsa. Aduz serem prazos relativamente longos para análises de cunho meramente burocráticas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Embora concorde que a complexidade do tema requer cuidados, SEAE/ME entende que com procedimentos tão bem definidos para autorização de funcionamento dessas entidades não é razoável a aplicação de prazos tão dilatados.

SEAE/ME salienta ainda que o prazo máximo de análise pode se tornar uma barreira à entrada para possíveis novas entidades administradoras de mercado organizado. Por essa razão, sugere a redução dos prazos, respeitando o disposto no art. 11 do Decreto nº 10.178, de 2019, que regulamenta a Lei de Liberdade Econômica e estabelece que, em situações ordinárias, não devem ser estabelecidos prazos superiores a 60 dias para a decisão administrativa acerca de ato público de liberação.

O procedimento de autorização de entidades envolve a análise detida de questões complexas e que demandam uma avaliação que ultrapassa a mera análise documental, dado que entidades administradoras de mercado organizado possuem importância sistêmica no mercado de capitais e sua forma de funcionamento pode impactar, de forma relevante, na liquidez do mercado secundário.

Conforme o art. 109 (atual art. 156) e o rol de informações demandadas no Anexo B indicam, essa análise demanda uma avaliação aprofundada de aspectos diferenciados e complexos da entidade pleiteante e dos ambientes e sistemas de negociação que ela pretende oferecer ao mercado. Essa avaliação busca verificar se a entidade possui condições financeiras, técnicas e operacionais, bem como estrutura, regras, controles internos e segregação de atividades adequados e suficientes para garantir o funcionamento eficiente e regular de seus mercados administrados e a proteção dos investidores.

Ressalta-se que os prazos previstos no art. 112 (atual art. 159) também envolvem o prazo para a análise e decisão final pelo Colegiado.

Também cabe observar que, no âmbito internacional, a complexidade do processo de autorização de novos ambientes de negociação deu origem a duas estratégias diferentes. Em algumas jurisdições, não há a fixação de um prazo limite para análise, tal como ocorre: (a) na



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Austrália, onde a ASIC busca apresentar sua avaliação à instância governamental decisora dentro de 3 a 4 meses, em pedidos apresentados com a documentação completa (Regulatory Guide 172); e (b) na Europa, onde a MIFID II não estabelece prazo para concessão de autorização e indica que ela deve ser concedida após a autoridade competente se certificar que tanto o operador de mercado como os sistemas do mercado organizado cumprem os requisitos estabelecidos no Título III da Diretiva.

Há também jurisdições que, diante da complexidade envolvida na análise de pedidos de autorização para o funcionamento de novos ambientes de negociação, optaram por fixar prazos dilatados para a decisão: (a) nos EUA, a SEC possui prazo de 6 meses para análise, que podem ser prorrogados por mais 3 meses, caso haja “boa causa” (**good cause**) (Securities Exchange Act 1934); e (b) na Inglaterra, a FCA (Financial Conduct Authority) possui prazo de 6 meses para análise de pedidos apresentados com a documentação completa.

Assim, dados os §§ 1º e 2º do art. 11 do Decreto nº 10.178, de 2019, os prazos previstos nos incisos I e II e no § 2º do art. 112 (atual art. 159) foram mantidos, tendo em vista a natureza dos interesses públicos envolvidos, a complexidade da atividade econômica desenvolvida pelas entidades administradoras e o padrão adotado nos EUA e na Europa.

Não obstante, a versão final da norma inclui ajustes na redação do § 4º do art. 158, no **caput** dos arts. 159 e 161, e nos §§ 1º a 3º do art. 162 para adequar os procedimentos da norma ao que dispõe o Decreto nº 10.178, de 2019.

ATS considera adequada a revisão realizada pela CVM no processo de autorização para o funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado, e entende que o rol de documentos contido no Anexo 40-II da norma (atual Anexo B) é condizente com as necessidades de proteção do mercado de capitais brasileiro.

B3 e BSM se manifestaram, por sua vez, quanto ao disposto no § 2º do art. 111 (atual art. 158) que indica que o sistema eletrônico que a entidade administradora pretende utilizar nas operações cursadas em seu ambiente não necessita estar completamente desenvolvido quando da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apresentação do pedido de autorização para funcionamento, desde que sejam apresentadas nos campos correspondentes do formulário do Anexo 40-II (atual Anexo B) informações quanto aos requisitos do sistema e ao plano de testes de homologação e de ensaios pré-operacionais.

Dada a importância da manutenção da integridade do mercado e da mitigação do risco de uma crise sistêmica desencadeada por falhas de sistema, B3 e BSM afirmam que a concessão da autorização deveria estar condicionada à comprovação, pela pleiteante, de que o sistema eletrônico que pretende utilizar está completamente desenvolvido e é íntegro. Por conseguinte, fazem sugestões para modificação da redação dos arts. 111 e 113 (atuais arts. 158 e 160).

As sugestões da B3 e da BSM não foram acatadas. Para reduzir os custos de entrada, a norma não exige que o sistema eletrônico que a entidade pleiteante pretende utilizar esteja em operação. Isso porque a própria análise da CVM sobre as regras de operação dos mercados propostos pode resultar na formulação de exigências que terão impactos nesse sistema eletrônico.

Além disso, entendeu-se que a preocupação trazida pelas participantes quanto à segurança e integridade dos mercados já está tratada no art. 116 (atual art. 163), que indica que o Colegiado da CVM pode condicionar a eficácia de eventual decisão de deferimento de autorização ao implemento de determinadas condições no prazo que estipular, findo o qual, se não forem implementadas, a decisão perde eficácia.

O inciso I do art. 117 (atual art. 164) indica que o pedido de autorização para funcionamento de entidade administradora e de mercado organizado deve ser indeferido caso ocorra circunstância que afete a reputação dos administradores, dos integrantes do grupo de controle e dos acionistas detentores de participação relevante, e a imagem e hígidez do mercado de valores mobiliários.

TAG propõe que uma circunstância que afete a reputação de administrador seja apenas motivo para a suspensão do prazo do pedido de autorização, até que a entidade administradora indique substituto que seja aprovado pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

A sugestão não foi acatada, mas de qualquer forma se esclarece que, a depender das circunstâncias e características do caso concreto, a autorização pode ser condicionada nos termos do art. 116 (atual art. 163).

Alguns Hedge afirmam que o mercado de balcão organizado se caracteriza pela ausência ou baixa interação entre os participantes do mercado e pelo acesso mais restrito. O participante entende que, em função disso, a regulamentação do mercado de balcão deveria ser mais simples do que a de bolsa, facilitando o surgimento de competição, o que reduziria o custo final das operações e elevaria a qualidade dos serviços prestados.

Alguns Hedge sugerem que o modelo do **sandbox** regulatório poderia ser aplicado às plataformas que solicitem autorização para funcionamento. Propõem que, caso sejam cumpridas exigências mínimas de governança, documentação e infraestrutura de operações, o mercado de balcão poderia iniciar sua operação com uma autorização provisória e acompanhamento da efetividade dos controles e processos. De acordo com o participante, após o cumprimento deste período probatório sem qualquer exigência, o mercado estaria automaticamente autorizado a operar em definitivo.

Alguns Hedge acreditam que as entidades administradoras de mercado organizado e os intermediários já autorizados a operar no mercado brasileiro pela CVM e que cumpram os requisitos de governança, estrutura administrativa e operacional e controle de risco, os procedimentos de autorização poderiam ser simplificados e aprovados em prazo mais curto.

A sugestão não foi acatada. A importância sistêmica das entidades administradoras de mercado organizado e a proteção dos investidores tornam indispensável que a CVM analise se a entidade pleiteante possui condições financeiras, técnicas e operacionais, bem como estrutura, regras, controles internos e segregação de atividades adequados e suficientes para garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados administrados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ademais, cabe informar que o **Sandbox** Regulatório promovido pela CVM tem particularidades, destacando-se o fato de que se trata de ambiente controlado para a realização de testes que buscam desenvolver modelos de negócios inovadores, com a imposição de condições, limites e salvaguardas para seus participantes.

Alguns Hedge propõem a formalização da possibilidade de criação de um mercado de balcão organizado por administradores de bolsas e por intermediários, com o objetivo definido de suporte às operações com valores mobiliários, como no caso de valores mobiliários com baixa liquidez ou ao atendimento de grandes lotes. Alguns Hedge acreditam que essa medida propiciaria uma maior segurança e transparência, bem como evitaria riscos de preço de mercado para os clientes, decorrentes do tempo demandado para ocorrer a execução integral da ordem.

As sugestões não foram acatadas.

A norma não veda a possibilidade de criação de mercado de balcão organizado por entidade administradora de mercado de bolsa ou por intermediários, observado o disposto no art. 107 (atual art. 154), que autoriza que a CVM fixe limites ao exercício do direito de voto em entidade administradora de balcão organizado ou que imponha determinados requisitos de independência aos administradores, levando em conta características do mercado em questão previstas naquele artigo.

2.38. Autorização para instalação de telas de sistemas de negociação multilaterais estrangeiros (arts. 120 a 126, atuais arts. 167 a 173)

A norma permite nos arts. 120 a 126 (atuais arts. 167 a 173) que bolsas estrangeiras, desde que cumpridas determinadas exigências, instalem telas de acesso aos seus sistemas de negociação em instituições integrantes do sistema de distribuição em atividade no Brasil.

CSDBR sugere que essa permissão seja ampliada de forma a possibilitar também o acesso a sistemas de negociação multilaterais estrangeiros regulamentados em seus países de origem. De



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

acordo com CSDBR, esses sistemas trouxeram funcionalidade, integridade, transparência e possibilidade de ampliação do mercado.

CSDBR salienta que, na Europa, esses sistemas (nomeados como Multilateral Trading Facilities - MTF) são regulados pelo MiFID II como o equivalente, no Brasil, a mercados de balcão organizado, e supervisionados pela ESMA ou pelos órgãos reguladores equivalentes de cada país. Ainda de acordo com a participante, nos Estados Unidos, esses sistemas (nomeados como Alternative Trading System - ATS) são autorizados pela SEC.

CSDBR sugere que uma entidade brasileira operadora de infraestrutura de mercado que realiza compensação, liquidação e depósito centralizado intervenha nessas operações, ficando interligada com outras **central securities depositories** estrangeiras regulamentadas em seus países, com o objetivo de liquidar as operações dos investidores, manter suas posições atualizadas e conciliadas, e prover informações aos órgãos reguladores brasileiros, na forma definida. Em consequência, sugere alterações na redação dos arts. 89, 120, 122, e 124 a 126 (atuais arts. 117, 167, 169, e 171 a 173), bem como a inclusão de novos dispositivos.

As sugestões não foram acatadas por se entender que a permissão para a instalação de telas de acesso a mercados menos transparentes impõe riscos injustificáveis aos investidores brasileiros, cuja proteção é missão institucional da CVM.

Cabe comentar que, em linha com o processo de flexibilização do acesso pelos investidores a valores mobiliários emitidos em outros mercados (vide Resolução CVM 3 e decisões do Colegiado da CVM que trataram da matéria), optou-se por modificar a redação do art. 90 (atual art. 118) para excluir a previsão de que a negociação com valores mobiliários por meio de telas de acesso a sistemas de bolsa estrangeiras é restrita a investidores qualificados.

Alguns Hedge propõe que seja acrescentado um parágrafo no art. 89 (atual art. 117) para prever que a autorização da CVM para instalação de telas de acesso a sistemas de bolsas estrangeiras será feita mediante análise do suporte de acordos internacionais para troca de informações com o país sede da bolsa estrangeira.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Propõe que esse parágrafo inclua a necessidade de aprovação do Banco Central do Brasil para que sejam analisados os riscos às políticas macroprudenciais, avaliação do impacto sobre o intermediário, inclusive no que diz respeito à redução de sua capacidade para atendimento das exigências de PLDFT.

Alguns Hedge também sugere que seja acrescentado novo inciso no art. 120 (atual art. 167) para prever que o pedido de bolsa estrangeira para instalação de telas de acesso a seus sistemas em intermediário local somente será concedido caso se comprove a possibilidade de obtenção de informações pela CVM diretamente da bolsa estrangeira, com o amparo da legislação do país sede da bolsa ou de tratados binacionais financeiros.

As sugestões não foram acatadas.

O art. 120 (atual art. 167) já prevê que, para solicitar a permissão para instalação de telas de acesso a seus sistemas, a bolsa estrangeira deve estar sujeita à supervisão da autoridade reguladora de mercado de capitais de seu país de origem, com a qual a CVM mantenha convênio ou acordo de cooperação internacional, ou que seja signatária do Memorando Multilateral de Entendimentos da Organização Internacional de Comissões de Valores – OICV/IOSCO. Essas disposições já garantem que a CVM poderá ter acesso a informações eventualmente necessárias sobre a bolsa estrangeira por meio da entidade reguladora de seu país de origem.

Também não se entendeu necessário atribuir em norma da CVM obrigação quanto à necessidade de aprovação prévia do Banco Central, o que não impede a troca de informações entre as duas autarquias, nos termos do Convênio entre elas celebrado. Ademais, a instalação de telas de acesso já era regulamentada na Instrução CVM 461 sem que tenham sido observados problemas de natureza macroprudencial, impactos relevantes sobre a atuação de intermediários ou descumprimento das normas relativas prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo e a proliferação de armas de destruição em massa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.39. Cancelamento da autorização de funcionamento (arts. 127 a 130, atuais arts. 174 a 177)

A alínea “a” do inciso II do art. 127 (atual art. 174) indica que a autorização de funcionamento da entidade administradora pode ser cancelada caso se constate que foi obtida a partir de declarações falsas ou por outros meios ilícitos.

TAG entende que o § 2º do art. 128 (atual art. 175), que possibilita o saneamento pela entidade administradora das irregularidades verificadas, não deve se aplicar nessa hipótese para punir e desestimular a adoção de condutas ilícitas e estratégias antijurídicas.

A sugestão não foi acatada, uma vez que a norma somente afasta a hipótese de cancelamento da autorização de funcionamento nos casos de irregularidades consideradas sanáveis.

A alínea “b” do inciso II do art. 127 (atual art. 174) indica que a autorização para funcionamento de entidade administradora ou de mercado organizado pode ser cancelada caso se verifique, em razão de fato superveniente devidamente comprovado, que a entidade ou o mercado autorizado não mais atendem a quaisquer dos requisitos e condições estabelecidos pela norma para a concessão da autorização.

TAG sugere que a expressão “em razão de fato superveniente” seja excluída do dispositivo. A participante indica que, uma vez que a autorização pode se dar de forma automática caso a CVM não se manifeste sobre o pedido dentro do prazo, a situação que justifica o início do processo de cancelamento pode não ser um fato superveniente, e sim um fato que poderia ser verificado caso o processo de análise do pedido de autorização tivesse se completado.

A sugestão não foi acatada, dado que a redação proposta permitiria entender que qualquer pedido de autorização de funcionamento de entidade administradora de mercado organizado poderia ser revisto, trazendo insegurança jurídica para possíveis entrantes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não obstante, esclarece-se que outros dispositivos como as alíneas “a” e “c” do inciso II do art. 127 (atual art. 174) possibilitam que a CVM, após o devido processo administrativo, cancele a autorização para o funcionamento de entidade administradora de mercado organizado caso se comprove a existência de declarações falsas ou outras irregularidades no pedido de autorização ou que a entidade não tem capacidade para observar e para zelar que seus participantes também observem suas regras e contratos.

O parágrafo único do art. 127 (atual art. 174) indica que o cancelamento de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado importa o cancelamento da autorização para funcionamento de todos os mercados por ela administrados.

B3 e BSM salientam que o dispositivo não cuida dos efeitos do cancelamento sobre outras atividades que a entidade exerça ou sobre a negociação em seus recintos de outros ativos que não valores mobiliários mediante autorização da CVM.

De acordo com a B3 e a BSM, uma vez que a entidade deixe de ter a autorização para atuar como administradora de mercado organizado, desaparece o motivo pelo qual as referidas autorizações fizeram-se necessárias. Assim, para as participantes, o cancelamento das autorizações para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado não poderia implicar impedimento ao exercício das “outras atividades” em questão.

Em consequência, solicitam que parágrafo único do art. 127 (atual art. 174) seja modificado para ressaltar que o cancelamento da autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado não impede o exercício das atividades autorizadas pela CVM nos termos do inciso V do art. 11 e no art. 63 (atual art. 91) que não sejam privativas de entidades administradoras de mercado organizado.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O art. 128 (atual art. 175) trata dos procedimentos prévios de comunicação e formulação de exigências que a CVM deve adotar, antes de cancelar, por decisão administrativa, a autorização para o funcionamento de entidade administradora ou de mercado organizado.

B3 e BSM solicitam ajustes na redação do dispositivo para esclarecer que a entidade administradora, ao apresentar sua manifestação, pode contestar as alegações e exigências da SMI, bem como propor providências alternativas às apontadas por essa superintendência.

Também entendem que a norma deveria prever que a SMI, após a manifestação da entidade administradora, poderia reconsiderar seu entendimento, modificar as exigências ou considerá-las cumpridas, sem necessidade de envio da matéria para o Colegiado. Assim, o processo seria encaminhado ao Colegiado somente se a SMI, conforme o caso, não reconsiderasse seu entendimento, nem considerasse cumpridas as exigências formuladas.

As participantes alegam, por fim, que seria incompatível com os princípios do contraditório e da ampla defesa, invocados pelo **caput** do inciso II do art. 127 (atual art. 174), que o Colegiado baseasse sua decisão na análise da SMI, na forma do **caput** do art. 129 (atual art. 175), sem antes conferir à entidade a oportunidade de se manifestar por último, sendo imprescindível a realização de nova intimação para manifestação em relação à análise da SMI, em analogia ao que prevê o § 1º do art. 74 da Instrução CVM 607.

As sugestões foram acatadas, com exceção da proposta de inclusão de nova etapa no processo para que a SMI dê conhecimento e prazo para que a entidade administradora de mercado organizado se manifeste sobre o relatório final da área técnica.

O rito regulado nos arts. 128 e 129 (atuais arts. 175 e 176) não se confunde com o procedimento administrativo de apuração de responsabilidade regulado na Instrução CVM 607, conforme o art. 130 (atual art. 177) indica.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.40. Atos dependentes de aprovação prévia pela CVM (art. 133, atual art. 180)

B3 e BSM alegam que, para entidades administradoras constituídas como sociedades por ações, como é o caso da B3, prazos longos para resposta a pedidos de aprovação prévia conforme o art. 133 (atual art. 180) podem ser prejudiciais. De acordo com as participantes, não é possível submeter os atos societários ao registro da junta comercial enquanto não houver a aprovação da CVM, de modo que o registro de atos societários acaba ficando pendente por muito tempo e, considerando que referido registro obedece a ordem cronológica, outros atos subsequentes também ficam pendentes de registro.

B3 e BSM alegam ainda que a dinâmica do mercado para alterações normativas e na sistemática de produtos exige maior velocidade na acomodação dos pleitos e avanços necessários. Assim, pedem que os prazos previstos nos incisos I e II do art. 135 (atual art. 182) para a resposta da CVM aos pleitos de aprovação prévia formulados sejam reduzidos, respectivamente, de 60 para 40 dias úteis nas matérias que devam ser submetidas ao Colegiado, e de 40 para 20 dias úteis nas matérias cuja aprovação pode ser deliberada pela SMI, na forma do art. 136 (atual art. 183).

A sugestão não foi acatada. O número de entidades administradoras de mercado organizado em operação no nosso mercado vem se ampliando, ao mesmo tempo em que novos produtos e serviços surgem, o que demanda uma análise cuidadosa por parte da CVM das diversas propostas recebidas. Prazos de análise inferiores ao proposto podem comprometer a qualidade dessa avaliação.

3. Comentários à Minuta B

3.1. Obrigatoriedade de vinculação à autorregulação unificada (art. 3º)

No edital da audiência pública, a CVM estimulou que fossem enviados comentários sobre a adequação da proposta de vinculação obrigatória à autorregulação unificada e sobre alternativas a esse modelo que poderiam ser consideradas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

AMEC, ATS, Algus Hedge, BBCE e CSDBR não se manifestaram contrárias ao modelo proposto, embora tenham feito ressalvas e sugestões para o aperfeiçoamento do modelo. ABCRIPTO, ABFINTECHS, ANBIMA, ANCORD, B3 e BSM, Chediak Advogados, MB e XP, por outro lado, entenderam que a vinculação à autorregulação unificada não deveria ser obrigatória.

ANBIMA ANCORD, B3 e BSM, Chediak Advogados e XP alegam, primeiramente, que a autorregulação unificada deveria decorrer de um processo natural de evolução do mercado.

ANBIMA entende que as discussões realizadas na Audiência Pública SDM 5/2013 sobre a adoção de uma autorregulação unificada ocorreram em um cenário de mercado que se modificou, já que houve uma concentração de mercado com a integração das atividades das únicas entidades administradoras de mercado organizado relevantes existentes, formando a B3.

B3 e BSM compreendem que seria precipitado adotar o modelo de autorregulação unificada existente nos EUA e Canadá, pois esse modelo é resultado de um processo natural de amadurecimento de mercado ocorrido ao longo do tempo, que resulta de peculiaridades locais. Para B3 e BSM, a discussão sobre a adoção da autorregulação unificada seria mais adequada a partir de uma maior evolução do mercado brasileiro.

ANBIMA, ANCORD e XP também acreditam que a autorregulação unificada deveria decorrer de uma evolução natural do mercado e defendem que sua adoção deveria se dar por iniciativa dos próprios participantes de mercado, mediante a atribuição voluntária da função autorreguladora ao ente que entenderem ser o mais bem preparado e capacitado para exercer a supervisão dos mercados.

Chediak Advogados entende que os participantes e agentes do mercado é que teriam as melhores condições para definir, endógena e voluntariamente, a que autorregulador se submeter e, conseqüentemente, que autorregulador deveria assumir a função de autorregulador único dos mercados organizados.

ANCORD, Chediak Advogados e XP também alegam que a autorregulação unificada, tal como proposta, não está em linha com o modelo tradicional de autorregulação. Esses participantes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

argumentam que a autorregulação unificada subverte a lógica da autorregulação e contraria o § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, já que submete os regulados a uma regulação privada e não a uma autorregulação. Isso porque a norma veda a participação dos regulados na entidade responsável pela autorregulação unificada como associados e membros dos órgãos administrativos. Para os participantes, essa restrição subverte a lógica da autorregulação, que pressupõe a efetiva participação dos autorregulados no processo de elaboração e supervisão de normas.

ABFINTECHS, por sua vez, compreende que o § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, não autoriza a CVM a impor que as entidades citadas no dispositivo atuem de forma conjunta por meio de uma única entidade autorreguladora, bem como a forçar que estas se associem à entidade responsável pela autorregulação unificada, o que poderia também afrontar o direito de livre associação previsto no inciso XX do artigo 5º da Constituição Federal.

ANBIMA, ABCRIPTO, ABFINTECHS, Chediak Advogados, MB e XP também argumentam que a autorregulação unificada pode desestimular a existência de concorrência nos mercados organizados, com efeitos negativos para o desenvolvimento do mercado de capitais.

MB e ABCRIPTO entendem que esse modelo de autorregulação confere novos instrumentos de concorrência para as operadoras estabelecidas e aumenta as barreiras à entrada para novas entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro

Nesse mesmo sentido, ANBIMA e Chediak Advogados indicam que, em virtude da posição monopolista da B3, a BSM seria o caminho natural para a implantação da autorregulação unificada, o que poderia afastar a entrada de novos participantes. Para as participantes, o modelo proposto seria contrário à Lei nº 13.874, 2019 (Lei da Liberdade Econômica), pois, ao viabilizar que a BSM se torne o autorregulador unificado de todos os mercados organizados de valores mobiliários, reforça a posição monopolista da B3, dando-lhe poderes ainda maiores sobre concorrentes.

O risco à concorrência nos mercados, a necessidade de aprimorar a estrutura de governança da autorregulação unificada e de garantir a supervisão de suas atividades pela CVM também foram objeto de manifestação da SEAE/ME-ME.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM também se mostram contrárias à proposta da adoção obrigatória da autorregulação unificada por compreenderem que a adoção desse modelo deve ser uma escolha das entidades administradoras de mercado organizado, levando em conta seu plano estratégico, seu modelo de negócio, os custos e benefícios identificados, bem como potenciais impactos para seus futuros clientes.

Alguns Hedge compreende que o modelo da Instrução CVM 461, em que a autorregulação é exercida por cada administradora de mercado organizado, não funcionaria de forma adequada em um ambiente de competição entre bolsas, e cita que a experiência internacional, principalmente a americana, é que apenas um autorregulador atua em cada segmento de mercado. A participante entende que a autorregulação unificada evita a arbitragem regulatória, reduzindo os riscos de perda de eficiência dos mercados pela ação de uma concorrência predatória a partir da autorregulação.

Para a Alguns Hedge, a norma deveria incluir a possibilidade de associação das entidades representativas de intermediários, empresas e investidores. De acordo com a participante, a associação das entidades administradoras do mercado organizado teria um cunho político e operacional e a dos representantes de intermediários, empresas e investidores, apenas um cunho político.

Os comentários foram considerados parcialmente válidos. A Minuta B não contrariava a Constituição Federal na medida em que o art. 3º previa que a vinculação obrigatória à entidade responsável pela autorregulação unificada podia se dar duas formas: mediante associação ou por meio da contratação da prestação de serviço.

Deve-se considerar também que as alíneas “c” e “d” do inciso I do art. 18 da Lei nº 6.385, de 1976, atribuem poder à CVM para editar normas gerais quanto à constituição, funcionamento e à forma com que as entidades citadas no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, exercerão seu poder disciplinar em função de seu dever de autorregulação.

É preciso observar ainda que o processo de desmutualização das bolsas de valores alterou a forma com que a autorregulação é exercida nos mercados organizados, vis-à-vis o modelo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

existente quando essas bolsas eram organizadas sob a forma de associações civis e seus membros eram os intermediários. A alteração da forma como a autorregulação é exercida pelas entidades administradoras de mercado organizado não modifica, contudo, seu caráter legal, uma vez que ela se dá com base no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, e na regulamentação editada pela CVM sobre o assunto.

Não obstante, embora tenham sido incluídos na norma vários mecanismos voltados para mitigar a possibilidade de conflito de interesses, foram considerados pertinentes os argumentos colocados pelos participantes de que a autorregulação unificada poderia ter efeito negativo na decisão de entrada de novas entidades administradoras de mercado organizado e no desenvolvimento do nosso mercado.

Em função disso, optou-se por não adotar a obrigatória adesão à autorregulação unificada e por manter o modelo atual em que a autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado e das operadoras de infraestrutura de mercado financeiro continua a cargo das entidades administradoras, sendo tratada nas regulamentações específicas.

Com isso, foram reintroduzidas no Capítulo V da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) normas referentes à estrutura e ao funcionamento da autorregulação nas entidades administradoras de mercado organizado, em linha com o disposto na Instrução CVM 461 e com os comentários constantes deste Capítulo 3 do relatório.

Como sugerido pelos participantes, o Capítulo V da versão final da Minuta A procura flexibilizar a forma como a atividade de autorregulação pode ser estruturada, de modo, inclusive, a permitir que iniciativas decorrentes da própria dinâmica do mercado venham a estabelecer uma entidade que centralize várias atividades de autorregulação.

Assim, o Capítulo V da versão final da Minuta A permite no art. 48 que, alternativamente à constituição de um departamento de autorregulação, as entidades administradoras do mercado organizado podem exercer as atividades de fiscalização e supervisão previstas na norma, inclusive de forma conjunta, por meio:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

(a) da constituição de associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico; ou

(b) da contratação de terceiro independente, ou de associação de autorregulação que mantenha convênio com a CVM para intercâmbio de informações e para a supervisão e o aproveitamento, pela CVM, de ações de regulação, supervisão e sanção realizadas pela associação privada de autorregulação.

O exercício das atividades de autorregulação de forma conjunta ou por meio da contratação da prestação de serviços de fiscalização e supervisão por associação de autorregulação dependerá de prévia aprovação da CVM.

Em ambos os casos, exige-se que o contrato de prestação de serviços contenha cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre a entidade administradora de mercado organizado e a entidade responsável pela autorregulação pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres previstos na norma.

SEAE/ME questiona determinadas características do modelo de autorregulação unificada e afirma que a CVM optou pelo modelo de autorregulação pura, já que a norma não define os objetivos e princípios da entidade autorreguladora, somente prevê suas competências.

SEAE/ME acredita que, apesar de prever intervenções pontuais da CVM no art. 53 (atos dependentes de prévia aprovação pela CVM), a norma concede à entidade autorreguladora muito poder de decisão. Para a participante, isso aconteceria principalmente na aplicação de sanções, uma vez que o art. 51 define que cabe entidade autorreguladora aplicar aos infratores as penalidades previstas em regulamento, sendo que das decisões do conselho de autorregulação não cabe recurso à CVM.

SEAE/ME acredita que o modelo de autorregulação pura pode favorecer a prevalência dos interesses de agentes já estabelecidos em detrimento dos clientes ou de potenciais novos competidores. Também aponta que nesse modelo os padrões de conduta podem ser mais frágeis



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do que o necessário, assim como os esforços necessários para a sua fiscalização, e que poderia haver falta de incentivo para que se garanta a transparência nos processos internos do autorregulador.

SEAE/ME sugere que, no momento oportuno, o modelo adotado seja mais próximo ao da correção, que envolve a participação do órgão regulador como guardião de determinados objetivos de política pública de modo a garantir o **fair play** entre os agentes de mercado.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado anteriormente.

ATS aponta que a entidade autorreguladora provavelmente será originada da BSM, subsidiária da B3, o que pode favorecer a adoção de medidas anticoncorrenciais, tal como a definição de valores superdimensionados a serem contribuídos ou pagos pelos entrantes pela prestação de serviços de autorregulação com base nos gastos históricos da BSM, conforme alocações e critérios decididos pela incumbente B3.

De acordo com a ATS, esse risco seria evidenciado em medidas adotadas pela B3 após determinados agentes terem demonstrado publicamente, em 2011, o interesse em atuar no mercado brasileiro de bolsa de valores, tais como: (a) rebalanceamento das tarifas cobradas pelos serviços de negociação e de pós negociação de valores mobiliários, que, sem afetar o custo total para o investidor final, reduziu substancialmente a parcela de receitas que poderiam ser disputadas por novos agentes interessados em ingressar apenas no ambiente de negociação; (b) negativa de acesso à sua estrutura de pós negociação; e (c) altos aportes de recursos realizados na BSM.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado anteriormente.

B3 e BSM também argumentam que partir da premissa de que o modelo da autorregulação unificada sempre será atrativo para o novo entrante é, na prática, admitir que haverá algum subsídio



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

em seu benefício, em detrimento da entidade incumbente, que arcou com todo o custo de constituição da estrutura de autorregulação.

B3 e BSM afirmam que permitir que a BSM compartilhe a infraestrutura e os serviços corporativos da B3 gera significativos benefícios financeiros e de integridade tecnológicas que não deveriam ser descartados.

B3 e BSM entendem ainda que, na hipótese de existirem dois ou mais autorreguladores (como era o caso quando a Bovespa, BM&F e CETIP eram entidades separadas), a CVM zelará, como sempre fez, para preservar a equidade das práticas adotadas por cada um deles.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado anteriormente.

Alguns Hedge e ABFINTECHS apresentaram sugestões sobre formas alternativas para o funcionamento da autorregulação unificada.

Alguns Hedge sugere que haja dois tipos de autorregulação unificada, uma para as entidades administradoras de mercado organizado e outra para as entidades operadoras de infraestrutura de mercado, com características de governança, mecanismos de financiamento de suas atividades e limites de atuação bem definidos.

ABFINTECHS, por sua vez, entende que a autorregulação unificada não deve ser adotada. Caso a proposta da norma seja adotada, sugere, alternativamente, que as operadoras de infraestrutura de mercado não sejam incluídas na autorregulação unificada.

A participante entende que as operadoras de infraestrutura de mercado, por atuarem na pós-negociação, possuem menos atividades com risco intrínseco do que as entidades administradoras de mercado organizado, estando, de maneira geral, expostas a riscos menores e de menor impacto ao mercado. Acrescenta que as operadoras de infraestrutura de mercado também não possuem contato com o investidor final.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

MB e ABCRIPTO indicam que se poderia optar pela adoção de um modelo de autorregulação fragmentada por setor (ou atividade autorizada), onde exista várias entidades que seriam responsáveis pela autorregulação unificada dos setores de atividade. De acordo com as participantes, nesse modelo, haveria, por exemplo, uma autorregulação para bolsas, uma para mercado de balcão, uma para entidades registradoras e uma para plataformas de investimento participativo.

MB e ABCRIPTO sugerem que, nesse modelo, a atividade de autorregulação poderia ser realizada pelas associações hoje já existentes, às quais caberia a obrigação de se organizarem para poderem atender a todas exigências indicadas pela CVM.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado anteriormente.

MB e ABCRIPTO também sugerem que a CVM estabeleça um valor ou montante mínimo de operações para que as entidades operadoras de infraestrutura de mercado estejam obrigadas a realizar autorregulação ou se afiliar à entidade responsável pela autorregulação unificada.

MB e ABCRIPTO acreditam que, além de a autorregulação poder configurar barreira à entrada de novas entidades operadoras no mercado, não haveria riscos operacionais, regulatórios ou de qualquer natureza relevantes em um estágio inicial de uma entidade operadora de infraestrutura de mercado.

MB e ABCRIPTO propõem que a autorregulação somente seja exigida de novas entidades operadoras de infraestrutura de mercado quando estas atingirem certo grau de maturidade. MB e ABCRIPTO ressaltam que a CVM permitiu que a CETIP S.A. estabelecesse sua autorregulação posteriormente a suas operações. As participantes acreditam que a adoção desse procedimento poderia contribuir para que se tenha um mercado mais diversificado e plural, contribuindo para o advento de novas entidades operadoras no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O comentário não foi acatado. A atividade de autorregulação contribui para o funcionamento regular e para a higidez dos mercados, sendo um fator de proteção aos investidores e de diferenciação do mercado brasileiro frente a outros mercados.

Cabe observar que a versão final da Minuta A manteve no art. 4º o mesmo modelo flexível já adotado na Instrução CVM 461, em que há possibilidade de concessão de dispensa de determinadas exigências por parte da CVM, de modo a possibilitar que as entidades administradoras de mercado organizado e as operadoras de infraestrutura de mercado desenvolvam estruturas de autorregulação compatíveis com seu porte e modelo de negócios.

B3 e BSM defendem que os princípios da equidade e isonomia devem balizar as decisões quanto funcionamento dos mercados organizados, bem como de suas administradoras e das operadoras de infraestrutura, de forma que, caso a CVM dispense uma dessas entidades ou segmento de mercado administrado de qualquer aspecto ou requisito de autorregulação previstos na Minuta, essa dispensa deve se aplicar igualmente e imediatamente a mercados análogos de outras administradoras de mercado ou operadoras de infraestrutura.

O comentário não foi acatado. Conforme comentado, a Minuta A manteve no art. 4º a possibilidade da CVM dispensar as entidades administradoras de mercado organizado de determinadas exigências da norma, desde que a entidade pleiteante demonstre que essas exigências são incompatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado administrado, ou que as finalidades de determinadas exigências podem ser alcançadas por mecanismos alternativos desenvolvidos pela pleiteante.

Essa possibilidade de flexibilização está aberta a qualquer entidade administradora de mercado organizado que atue em nosso mercado e é concedida em casos específicos e fundamentados, sendo assim inteiramente compatível com os princípios da isonomia e equidade.

3.2. Formas de vinculação à entidade autorreguladora (art. 3º)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BBCE, B3 e BSM entendem que a vinculação à autorregulação unificada deveria ocorrer exclusivamente por meio da contratação de serviços, sem a possibilidade de associação (art. 3º). ABCRIPTO, Alqus Hedge, ANBIMA, CSDBR e MB entendem, por outro lado, que a vinculação à autorregulação unificada deve se dar somente por meio da associação.

BBCE acredita que a vinculação deve ocorrer somente mediante contrato de prestação de serviços cujo preço seja fixado de acordo com critérios objetivos e cogentes estabelecidos pela CVM, pois o vínculo associativo inviabiliza qualquer independência e autonomia, e contraria a lógica de um mercado segmentado onde a autorregulação não pode ser barreira de entrada para concorrência.

B3 e BSM compreendem que a disponibilização, para terceiros, dos serviços de uma entidade autorreguladora já existente é mais facilmente viabilizada pelo modelo de contratação, dado que o modelo associativo traz complexidades e riscos adicionais para a relação e discussões entre o autorregulador, administradoras de mercado e operadoras de infraestrutura.

B3 e BSM acreditam que a principal motivação da CVM ao propor o modelo associativo tenha sido permitir que uma nova administradora de mercado ou operadora de infraestrutura que venha a se estabelecer no mercado brasileiro possa ter alguma influência sobre o autorregulador, a qual se daria por meio da indicação de membros para compor o seu conselho de autorregulação.

Para as participantes, caso seja esse o objetivo, haveria modalidades alternativas de garantir a participação dos contratantes na governança da entidade autorreguladora, dado que o estatuto da associação poderia prever a representatividade mínima de contratantes em órgãos de governança do autorregulador.

De qualquer modo, B3 e BSM indicam que é possível que o propósito visado pela CVM não seja alcançado no modelo proposto, uma vez que o parágrafo único do art. 6º da norma prevê que a participação máxima do novo entrante no patrimônio da entidade autorreguladora deve ser proporcional à sua participação de mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM acrescentam que a participação de mercado pode oscilar ao longo do tempo e, por consequência, direitos e obrigações de aumento ou redução de participação no patrimônio da entidade autorreguladora deveriam ser previamente definidas, trazendo complexidade para a discussão e incerteza futura em relação à necessidade de novos aportes.

Alegam ainda que é razoável supor que uma nova entidade administradora ou operadora de infraestrutura terá participação minoritária no patrimônio do autorregulador, pelo menos por vários anos, o que limitaria significativamente qualquer influência que se esperasse obter sobre a governança do autorregulador.

B3 e BSM salientam que as maiores complexidades derivadas do modelo de associação estão relacionadas à remuneração adequada do capital investido na entidade autorreguladora já estabelecida e à imposição feita ao detentor de seu patrimônio para que aceite ser diluído, ainda que contra sua vontade.

De acordo com B3 e BSM o inciso I do art. 6º limita tal valor ao ressarcimento dos investimentos realizados e não depreciados ou amortizados até a data da associação, proporcionalmente ao número de cotas do entrante. As participantes entendem que esse modelo pode propiciar “efeito carona” de um novo associado, já que o texto proposto não contemplaria, por exemplo, os investimentos feitos pela B3 na BSM no passado em infraestrutura, tecnologia e, principalmente, em pessoas que atuam na BSM, capacitando-a para oferecer serviços de alto nível para o mercado.

B3 e BSM entendem que esses investimentos se reverteram no **know-how** que a BSM possui atualmente para exercício das suas atividades, de forma que os recursos tecnológicos e intelectuais presentes são ativos intangíveis de importância central para o bom funcionamento do autorregulador, cuja devida remuneração deveria estar contemplada na norma. Para B3 e BSM qualquer discussão de modelo associativo pressupõe a adoção de uma metodologia que avalie o real valor da BSM.

As participantes também ressaltam que a norma não define como seriam calculadas as contribuições periódicas dos associados previstas no inciso I do art. 19 o que também contribui para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a incerteza econômica da associação enquanto forma de vinculação à entidade responsável pela autorregulação unificada.

B3 e BSM alegam que no modelo associativo a divisão de custos deve ser equânime e não deve ser limitada à participação no capital social da entidade autorreguladora, inclusive porque o uso dos serviços da entidade autorreguladora não necessariamente guardará relação com a participação no capital social da entidade autorreguladora.

As participantes chamam a atenção que a proposta de modelo associativo pressupõe que os atuais proprietários de entidade autorreguladora já estabelecida tenham interesse em se associar com terceiro, independentemente da existência da **affectio societatis**, o que não seria necessariamente verdade, já que a B3, por exemplo, não tem interesse em ver sua participação na BSM diluída e não deveria ser obrigada a aceitar esse modelo de vinculação.

Assim, B3 e BSM defendem que a oferta de serviços de uma entidade autorreguladora já estabelecida deveria estar disponível apenas por meio do modelo de contratação, o que seria uma solução menos complexa e mais justa para endereçar, plenamente, as preocupações da CVM quanto à entrada de novas administradoras de mercado ou operadoras de infraestrutura, além de mais adequada ao nosso arcabouço legal.

As participantes sugerem que o modelo de vinculação associativo só seja discutido com o mercado em momento posterior, diante de maior massa crítica decorrente da aplicação da nova norma e da existência de novas entidades administradoras de mercado e operadoras de infraestrutura.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

ANBIMA, por sua vez, entende que a vinculação à entidade autorreguladora deveria ocorrer exclusivamente mediante vínculo associativo, de modo a assegurar a transparência nas regras para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a associação e garantir que todos os associados possuam os mesmos deveres e direitos, inclusive políticos.

Destaca que a norma não garante a um novo entrante que mantenha vínculo contratual o direito de participação nos órgãos sociais da entidade autorreguladora, o exercício do direito de voto e a possibilidade de manifestação a respeito da condução das atividades da entidade autorreguladora e definição das regras aplicáveis à sua atuação.

Para ANBIMA, na medida em que a Minuta prevê que só as entidades vinculadas à entidade autorreguladora por associação terão direitos de participação, há o risco de uma atuação desequilibrada por parte da entidade autorreguladora em desfavor dos membros que mantêm vínculo contratual.

A participante acredita que essa diferenciação pode criar um ambiente desfavorável à concorrência, na medida em que os interessados em atuar no país podem entender que a estrutura de supervisão não seria neutra.

ANBIMA aponta que, por mais que a norma determine que haja autonomia funcional da entidade autorreguladora, outra consequência indesejada dessa diferenciação pode ser a possibilidade de que informações relevantes e sensíveis sejam acessadas por concorrentes.

A participante indica também que os art. 7º e 19 da norma possibilitam que a entidade autorreguladora negocie com cada entrante as condições que serão aplicáveis à respectiva relação contratual e permitem que esses entrantes tenham de apresentar informações societárias, de governança, e de estratégia de negócios, a fim de avaliar riscos supostamente necessários à modelagem da respectiva relação contratual.

ANBIMA acredita que, caso a BSM se converta na entidade responsável pela autorregulação unificada, não haveria incentivo à atuação de novos agentes no país, pois eles precisariam dividir essas informações com uma entidade autorreguladora controlada por seus concorrentes. Entende ainda que poderia ocorrer questionamento sobre a adequação do preço dos serviços, na medida em que a B3 teria o controle sobre o autorregulador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Alguns Hedge afirma que não seria adequado incluir a possibilidade de prestação de serviço por contratação, pois traria uma fonte de receita para a entidade autorreguladora que tem uma origem definida e, por esta razão, poderia suscitar conflitos de interesse.

Por sua vez, MB e ABCRIPTO entendem que, para que se garanta um ambiente saudável e isonômico, é importante não haver distinção entre classes de participantes, com poderes diferenciados de ingerência na entidade autorreguladora. MB e ABCRIPTO defendem que todas as entidades vinculadas deveriam possuir igual poder para ingerir nas atividades da entidade e por isso entendem que a vinculação deve se dar somente mediante associação e com atribuição de igual direito de voto a todos os associados.

CSDBR também entende que o modelo de vinculação proposto na norma não é adequado e sugere que a única forma de vinculação deveria ser a associação. Isso porque a existência de formas distintas de adesão (associação ou contratação) significa formas distintas de tratamento, prejudicando o acesso igualitário, inclusive ao direito de voto, o equilíbrio econômico entre os players, a agilidade e a transparência do mercado.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

ATS indica preocupação quanto à existência de direitos diferenciados entre os participantes. Em função disso, sugere que seria importante que a norma desse aos associados minoritários alguns dos mecanismos de proteção que a Lei nº 6.404, de 1976, outorga aos acionistas minoritários. Propõe que a norma incluía os seguintes direitos:

(a) garantia de participação nas decisões sociais, de forma a mitigar eventual risco decorrente da atuação das entidades administradoras com participação majoritária, com a incorporação de garantias como as previstas nos arts. 121 a 137 da Lei nº 6.404, de 1976, que asseguram a participação de todos os acionistas nas assembleias gerais ao estabelecer regras quanto ao prazo de convocação, publicidade, quórum mínimo de instalação e deliberação;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(b) previsão do sistema de voto múltiplo e, considerando as especificidades da autorregulação em um mercado que se encontra em monopólio, garantia de representação no conselho de autorregulação até que as entidades entrantes atinjam 10% do capital;

(c) direito de fiscalização, seja por meio (i) da participação em um conselho fiscal em que os minoritários tenham o direito de influenciar no seu funcionamento, solicitando a sua instalação (artigo 161, § 2º, da Lei nº 6.404/76), e na sua composição, elegendo um membro e respectivo suplente (artigo 161, § 4º, da Lei nº 6.404/76), ou (ii) do direito de solicitar a exibição dos livros sociais ou a prestação de informações pelos administradores da entidade autorreguladora; e

(d) direitos processuais, em especial, a possibilidade de propositura de ação de responsabilidade contra os administradores em linha com o disposto no art. 159, §§ 3º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

3.3. Processo de vinculação à entidade autorreguladora (arts. 6º e 7º)

CSDBR propõe que a norma preveja que cada entidade, ao se associar, deve contribuir com um percentual definido pela CVM aplicado sobre o volume de suas operações nos últimos 12 meses.

ABFINTECHS sugere, por sua vez, que o valor a ser aportado pelas entidades associadas ou contratantes seja fixado com fundamento em um critério mais objetivo, sendo proporcional ao valor de seu patrimônio líquido. A participante entende que cada entidade vinculada deveria contribuir conforme sua capacidade e que o valor do aporte ou contribuição deveria ser previamente aprovado pela CVM. Em consequência, sugere a exclusão dos §§ 1º, 2º e 3º do art. 7º, em função do elevado risco de criação de uma intransponível barreira à entrada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABFINTECHS entende que a indicação na norma de que o preço deve ser justo é um critério demasiadamente subjetivo e não há qualquer indicação na Minuta sobre a solução a ser dada em caso de eventual impasse.

ATS entende que a CVM deve controlar o cálculo do valor a ser desembolsado na associação ou na contratação da prestação de serviços de autorregulação, pois a oferta de preço abusivo é uma forma indireta de recusa.

Ressalta também que a utilização da participação de mercado como parâmetro para definir as participações máximas e mínimas que cada entidade administradora pode deter do capital da entidade autorreguladora equivale a aplicar uma lógica econômica a uma estrutura institucional que deveria ser pautada exclusivamente pelo interesse público. Para a ATS, o risco seria beneficiar a atual monopolista, tornando-a controladora majoritária da entidade responsável pela autorregulação unificada.

ATS entende que o cálculo das participações de mercado é desafiador, principalmente quando se consideram complexidades como as diversas classes de ativos (ações ou derivativos), os diferentes ambientes de negociação (bolsa ou balcão) e segmentos de mercado (negociação ou pós negociação). Por esse motivo, aponta que em um cenário de múltiplas bolsas de valores e infraestruturas do mercado financeiro, para fins de cálculo do **market share**, deveriam ser estabelecidos diferentes pesos para os diferentes mercados e segmentos, considerando-se as particularidades de cada associado.

ATS compreende que seria necessário definir regras de equivalência e ponderação para se chegar a um sistema aceitável e que deveria se considerar que qualquer entrante terá participação de mercado próxima de 0% no início de suas operações. A participante entende que na norma proposta o entrante não poderá se associar à entidade autorreguladora no início de suas operações, sendo obrigado a contratar serviços de supervisão.

Para a ATS, o modelo precisaria de ajustes para funcionar em um primeiro momento e, ainda assim, precisaria ser constantemente reavaliado conforme ingresso de novas entidade administradoras. Por conta disso sugere que:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(a) seja excluída do **caput** do art. 6º a previsão de que a participação máxima de cada associado no capital da entidade autorreguladora deva observar os critérios de participação de mercado estabelecidos no estatuto social da entidade;

(b) seja incluído parágrafo no art. 6º para prever que esses critérios, assim como os valores aportados pelas entidades associadas e as contraprestações pagas pelas entidades contratantes, devem ser estipulados de modo fundamentado e tecnicamente justificável após procedimento aberto ao escrutínio público; e

(c) seja incluído parágrafo no art. 6º para prever que, até que uma nova administradora de mercado de bolsa ou infraestrutura de mercado financeiro alcance participação de mercado que lhe assegure a proporção mínima do patrimônio da entidade autorreguladora, essa entidade associada terá direito a participar da governança da entidade autorreguladora como se houvesse atingido a participação de mercado mínima equivalente, sendo essa participação assegurada desde o início da prestação dos serviços de autorregulação, independentemente de qualquer desembolso ter sido feito.

B3 e BSM entendem que a vinculação à autorregulação unificada deve ocorrer apenas por meio da contratação de serviços e defendem que é fundamental que os preços cobrados sejam calculados com base em metodologia consagrada e transparente que assegure, simultaneamente, que o preço não é abusivo, que não configure barreira de entrada e que não crie assimetria e efeito carona entre os participantes.

B3 e BSM recomendam que, a exemplo do que ocorre em outras indústrias reguladas, a metodologia a ser utilizada seja definida pela CVM na norma (ou em outro documento que entenda adequado), a fim de reduzir o nível de incerteza para todas as partes envolvidas e neutralizar potenciais conflitos que possam ocorrer durante processo de negociação comercial entre administradoras de mercado ou operadoras de infraestrutura (contratantes) e a entidade autorreguladora já estabelecida (contratada).

B3 e BSM defendem que a definição pela CVM de uma metodologia transparente e que assegure condições equânimes e isonômicas para todas as partes envolvidas é benéfica, inclusive,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para novas administradoras de mercado ou operadoras de infraestrutura que terão maior clareza para estimar custos em seu plano de negócios e comparar as opções de contratação de serviços ou montar sua própria estrutura de autorregulação.

As participantes propõem que se adote a metodologia de Custo Total Alocado (FAC - Fully Allocated Cost), que seria um modelo justo e adequado para a precificação e cobrança pelos serviços do autorregulador, pois permite a recuperação dos custos de operação e de capital incorridos. Para B3 e BSM, esse modelo também seria benéfico para a entidade contratante dos serviços de autorregulação, pois cobra-lhe um preço calculado para recuperação dos custos dos serviços prestados, não configurando, portanto, um mecanismo de restrição à participação no mercado. Acrescentam que a metodologia FAC assegura, do ponto de vista de tarifas, o equilíbrio na dinâmica competitiva, pois não onera um novo entrante com toda a base de custos que ele incorreria no caso de replicação da mesma estrutura física para provimento do serviço.

B3 e BSM informam que a metodologia FAC é utilizada por outros reguladores, como BCB, Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL e Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, o que corrobora a visão de que se trata de metodologia eficiente e neutra na precificação de serviços compartilhados entre competidores.

B3 e BSM entendem que não é adequado que os serviços prestados pela entidade autorreguladora ao entrante seja calculado com base em metodologia temporária, como estabelece o art. 7º. As participantes defendem que a definição de uma metodologia de precificação equilibrada pela CVM asseguraria transparência e previsibilidade para todas as partes envolvidas, além de mitigar o risco de surgimento de conflitos negociais e preservar o equilíbrio e isonomia do ambiente competitivo. Nesse sentido, apresentam proposta de redação preparada pela ADVISIA OC&C Strategy Consultants que adota a metodologia de Custo Total Alocado.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

TAG solicita que sejam especificados quais investimentos devem ser levados em consideração para apuração do valor a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora por um novo associado (inciso I do art. 6º).

A participante afirma que como um novo associado não realizou investimento na entidade autorreguladora até a data da associação, resta dúvida a que investimentos o inciso I do art. 6º se refere. TAG questiona se a norma se refere ao ressarcimento das despesas realizadas pelos que se associaram anteriormente e, caso afirmativo, em qual proporção isso se daria.

Para que regras relevantes para a competição não sejam definidas pela única entidade administradora atualmente existente no Brasil, TAG sugere que a CVM estabeleça, em norma, pelo menos os critérios objetivos que deverão ser observados para a fixação da proporção do patrimônio da entidade autorreguladora da qual cada entidade associada poderá ser titular (parágrafo único do art. 6º).

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

Ressalta-se, contudo, que a norma possibilita no atual art. 48 a associação voluntária de entidades administradoras de mercado organizado para o desempenho da atividade de autorregulação. Nessa circunstância, as condições de associação serão estabelecidas pelos associados respeitando a legislação vigente.

ATS é favorável ao conceito estabelecido no **caput** e § 1º do art. 7º, pois, independentemente do critério ou prazo estabelecido para a definição da remuneração da entidade autorreguladora pelo entrante, é essencial que a discussão sobre o valor não se constitua em obstáculo à entrada de concorrentes no mercado.

A participante ressalta que o acesso à CSD da B3, que estava garantido pela Instrução CVM 541, demorou 5 anos para ser concretizado, devido ao espaço que foi permitido à incumbente pela regulação para manobras anticoncorrenciais. Por esse motivo, compreende necessário que toda e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

qualquer discussão quanto à contribuição a ser realizada para a autorreguladora ocorra sem prejuízo da prestação imediata do serviço de autorregulação e sem nenhum ônus de atraso para o início das atividades do entrante.

Nesse sentido, ATS entende que é importante garantir a transparência sobre o funcionamento da autorregulação e sobre os custos de manutenção da estrutura de autorregulação, se não para o público em geral, ao menos para aqueles que pretendem participar da autorregulação unificada. A participante indica que deve haver abertura ampla e irrestrita a informações internas da autorreguladora relativas aos gastos com fornecedores e colaboradores (incluindo as atividades desempenhadas por esses) de forma a possibilitar uma efetiva análise das alocações dos custos, permitindo estimar de forma confiável o montante a ser contribuído pelos entrantes.

ATS manifesta que não se pode falar em “remuneração” ou “compensação” do grupo controlador na entidade autorreguladora – seja financeira, seja com concessão de poder decisório sobre a nova entidade autorreguladora – pelos investimentos históricos realizados. De acordo com ATS, a autorregulação não seria uma infraestrutura essencial, pois não é uma infraestrutura indispensável para a produção de um bem ou a prestação de um serviço, mas sim uma delegação estatal do poder de polícia. Assim, entende que não há como se reclamar custo de oportunidade e acrescenta que a falta de transparência sobre os custos da estrutura, por si só, também impediria qualquer análise no sentido de se legitimar pleitos nesse sentido.

ATS também argumenta que não há custo de oportunidade na atividade de autorregulação, pois o exercício da autorregulação é um dever imposto pelos arts. 8º e 17 da Lei nº 6.385, de 1976, não sendo cabível se falar em compensação dos investimentos financeiros realizados pelo grupo controlador no desenvolvimento e manutenção da estrutura de autorregulação, sob o pretexto de que tais recursos deixaram de ser utilizados na atividade empresária da B3.

ATS compreende que, como a autorregulação é um poder-dever, não existe liberdade de escolha lícita entre cumprir ou não este dever. Argumenta, como exemplo, que ninguém pode pretender requerer indenização pela oportunidade perdida ao cumprir o dever de pagar tributos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para a ATS, o potencial interesse privado na compensação financeira pela autorregulação é especialmente sensível quando se discute a criação de uma entidade autorreguladora unificada que quebrará, também, o monopólio da B3 sobre a autorregulação do mercado de capitais brasileiro. Assim, manifesta que qualquer ideia de compensação à B3 por alterações no modelo de autorregulação brasileiro deve ser afastada porque significaria a utilização de uma regra da CVM para gerar benefícios privados exclusivos para a B3 e seus acionistas, em claro desfavor do interesse público e do desenvolvimento do mercado.

Em função dessas considerações, ATS propõe que: (a) a contribuição do entrante à entidade responsável pela autorregulação unificada deve ser compatível com a sua efetiva demanda por serviços de autorregulação, ou seja, proporcional às suas características e necessidades; e (b) essa contribuição seja definida após escrutínio efetivo das despesas realizadas pela entidade autorreguladora, sendo que as tratativas com a entidade autorreguladora para a definição do plano de trabalho e o valor da remuneração ou contribuição devem poder se iniciar tão logo o entrante inicie seu processo formal na CVM ou no Banco Central, garantindo que o cronograma de início das operações do entrante possa ser cumprido, sem qualquer atraso causado pelo processo de adesão à autorreguladora.

A participante ressalta que não há hoje confiabilidade sobre os dados apresentados pela B3 em relação à alocação de custos para estas atividades e dá como exemplo o complexo processo pelo qual a ACS passou para conseguir acesso à central depositária de ações da B3, que levou 5 anos para ser concluído (2014 a 2019), onde o preço inicialmente proposto para o serviço de transferência de titularidade (1,3 bps por lado da transação), que teria ampla fundamentação, era 5 a 10 vezes superior ao preço finalmente acordado (de 0,26 a 0,135 bps).

BBCE afirma que, já que a norma prescreveu parâmetros para a precificação da prestação de serviços, deveria considerar a possibilidade de cobrança de valores distintos, levando em conta, por exemplo, o valor mobiliário negociado, a característica do mercado administrado, o porte econômico do administrador de mercado, bem como as espécies de participantes credenciados que participarão do mercado organizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BBCE entende que a norma não trata as entidades obrigadas a se vincular à autorregulação unificada de forma equitativa, uma vez que os desiguais estariam sendo tratados de maneira igual, como no art. 7º, § 1º, inciso II, combinado com art. 19, § 2º, inciso II, onde uma das maneiras de cobrança será determinada pelo rateio dos custos fixos da entidade autorreguladora.

MB e ABCRIPTO sugerem que o inciso I do § 2º do art. 7º seja excluído e que seja incluído novo parágrafo 5º nesse artigo para prever que os preços praticados pela entidade autorreguladora devem ser tabelados, uniformes e configurados por serviço prestado, sendo vedada a prática de política de desconto ou de estabelecimento de preço diferenciado pela entidade autorreguladora a qualquer participante e em razão de qualquer motivo.

As participantes entendem que essas alterações são importantes para evitar que: (a) se confunda a contribuição de capital dada para fins de associação com preço pago pelo serviço de supervisão; e (b), os custos da autorregulação se tornem barreiras à entrada de novos ingressantes no mercado.

B3 e BSM, por sua vez, ressaltam que § 3º do art. 7º indica que a entidade autorreguladora deve avaliar a necessidade de alterar seu plano anual de trabalho, dentro do prazo de 15 dias úteis contados da disponibilização das informações necessárias pela nova entidade administradora de mercado organizado ou operadora de infraestrutura que está pleiteando o uso de seus serviços.

As participantes entendem que o prazo proposto na norma pode se mostrar exíguo dependendo das características específicas e complexidade dos mercados administrados pela entidade administradora pleiteante. Em razão disso, sugerem que esse prazo seja definido pela entidade autorreguladora, levando em conta a complexidade do mercado ou do negócio da entidade entrante, ficando o prazo sujeito ao acompanhamento da CVM.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No entanto, considerando que a contratação de serviços de autorregulação está prevista no atual art. 48, é importante dizer que as condições para a prestação dos serviços deverá ser objeto de negociação e livre pactuação entre os contratantes.

3.4. Competências da autorregulação unificada (arts. 3º, 8º a 15, e art. 52)

No Edital, a CVM indicou que as competências definidas para a autorregulação unificada na Minuta não abrangiam todas as atividades de autorregulação que devem ser exercidas pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado financeiro em função do seu dever de autorregulação previsto no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976. Em função disso, o Edital estimulou que fossem enviadas manifestações sobre a adequação do escopo de atividades atribuído à autorregulação unificada e sobre a existência de atividades que deveriam ser excluídas ou incluídas na norma.

CSDBR, B3 e BSM entendem que a autorregulação unificada não deve incluir a supervisão das infraestruturas de mercado (art. 3º).

CSDBR compreende que as entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro já possuem estrutura de autorregulação própria.

B3 e BSM defendem, por sua vez, que a ampliação da competência da autorregulação nesse momento pode adicionar riscos e desafios precipitados vis-à-vis o desenvolvimento do mercado brasileiro, e que os impactos dessas modificações no longo prazo deveriam ser avaliados pelo regulador em termos de seus benefícios e os custos.

As participantes acreditam que a proposta adiciona, à autorregulação unificada atividades hoje estranhas à função e ao dia a dia da BSM, além de potencialmente introduzir complexidade de coordenação com o BCB, que já realiza tal supervisão. Por essa razão, propõem que essa competência não seja incluída no escopo de atividades da entidade responsável pela autorregulação unificada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Em função da decisão de não adotar a autorregulação unificada (vide item 3.1 deste relatório), optou-se por manter o modelo atual em que a autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado e das operadoras de infraestrutura de mercado financeiro é tratada nas respectivas regulamentações específicas.

Assim, a preocupação das participantes perdeu objeto.

ANBIMA, ANCORD, CFA, Chediak Advogados e XP entendem que a autorregulação unificada não tem competência para fiscalizar a atuação dos administradores, prepostos e funcionários dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, conforme previsto no inciso II do art. 8º. Indicam que essas competências apenas poderiam ser exercidas no âmbito de uma autorregulação voluntária, mediante adesão e aceitação dos autorregulados.

ANBIMA, ANCORD e Chediak Advogados ressaltam que a autorregulação unificada está inserida no modelo de autorregulação legal previsto no art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, que delimita as atividades de autorregulação que podem ser exercidas.

Para Chediak Advogados, os poderes atribuídos à autorregulação unificada são muito mais amplos do que os previstos nesse dispositivo legal. Isso porque a competência da autorregulação unificada abrange, inclusive, a verificação do cumprimento de obrigações por parte dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado que não possuem relação com as operações intermediadas em mercados organizados.

Para ANBIMA, ANCORD, Chediak Advogados e XP, tendo em vista a redação do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, a autorregulação legal deveria abranger apenas as operações realizadas nos mercados regulamentados e a atuação dos intermediários em tais mercados (pois os intermediários eram os antigos membros dos mercados organizados antes da desmutualização).

Algus Hedge também entende que a autorregulação unificada deve incluir exclusivamente a supervisão dos intermediários e das entidades administradoras de mercado organizado e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

operadoras de infraestrutura. Defende que a supervisão da atividade dos administradores e funcionários dos participantes é uma atividade exclusiva do poder público e não deve ser delegada ao setor privado.

O inciso II do art. 8º não trouxe inovação normativa, dado que o art. 48 da Instrução CVM 461 já previa, com base no disposto no § 1º do art. 17 e na alínea “d” do inciso I do art. 18 da Lei nº 6.385, de 1976, que estavam sujeitos às penalidades aplicadas pela entidade administradora de mercado organizado: (a) os integrantes de seus órgãos de administração; (b) as pessoas autorizadas a operar; e (c) os administradores e prepostos das pessoas autorizadas a operar.

Assim, os comentários não foram acatados e a versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) incorpora nos arts. 47 e 76 a previsão existente no inciso II do art. 8º da Minuta B.

ANBIMA, ANCORD, B3 e BSM, CFA, FIA PTG e Grupo de Gestoras são contrários à atribuição de competência à entidade autorreguladora para supervisionar investidores com acesso direto aos mercados organizados, conforme previsto no inciso III do art. 8º e inciso III do art. 52.

ANBIMA, ANCORD e CFA defendem que a autorregulação unificada, estando inserida no modelo de autorregulação legal previsto no art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976, não tem competência para fiscalizar investidores, de forma que essa competência apenas poderia ser exercida no âmbito de uma autorregulação voluntária, mediante adesão e aceitação dos autorregulados.

Ressaltam que a delegação de atividades estatais sem o devido amparo legal já foi objeto de discussão judicial, de forma que a ampliação das competências da autorregulação legal pode gerar questionamento e instabilidade.

FIA PTG e Optiver alegam que o entendimento prevalente nos mercados financeiros globais é que autorregulação deve se estender apenas aos participantes autorizados a operar nos mercados organizados, já que o termo autorregulação deriva do fato de que os participantes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estariam se autorregulando por meio da entidade administradora de mercado organizado da qual participam.

Acreditam que a atuação da autorregulação unificada quanto a investidores deve ocorrer apenas por meio da edição de normas que garantam que as entidades administradoras de mercado organizado controlem e supervisionem as atividades de todos os investidores, incluindo aqueles com acesso direto aos mercados organizados.

B3 e BSM, por sua vez, indicam que a supervisão de investidores com acesso direto aos mercados organizados já é exercida nos mercados organizados, uma vez que a BSM fiscaliza e supervisiona 100% das operações cursadas na B3 para identificar práticas abusivas e verificar se as pessoas autorizadas a operar atuaram de forma diligente e conforme as regras do mercado de valores mobiliários. Salientam que para a realização dessa supervisão é imprescindível que a BSM analise as operações realizadas em nome de investidores.

As participantes entendem que a atuação da entidade autorreguladora deve estar restrita à supervisão de ofertas e operações realizadas pelos investidores.

B3 e BSM alegam ainda que não estaria claro se a competência de **enforcement** seria da autorregulação unificada ou da CVM, caso a autorregulação unificada constata a ocorrência de irregularidade praticada por investidor com acesso direto. As participantes, bem como CFA e Grupo de Gestoras, entendem que a proposta cria uma assimetria importante e indesejável entre investidores com e sem acesso direto, unicamente baseada na modalidade de acesso.

Além disso, indicam que quando houver eventual ilícito envolvendo investidores com modalidades de acesso diferentes ou executado parte por meio do acesso direto, e parte por outra modalidade de acesso, acontecerá um potencial conflito de competência entre a entidade autorreguladora e a CVM com possibilidade para a existência de decisões conflitantes.

Salientam, ainda, que muitos investidores com acesso direto se encontram em outras jurisdições e, com isso, a obtenção de prova, tecnicamente, só pode se dar por meio dos canais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tradicionais de cooperação internacional. Acrescentam que, diferentemente da CVM, a BSM não tem acordos bilaterais com as autoridades de regulação e de autorregulação de outros países.

Por esse motivo, B3 e a BSM propõem que o **enforcement** de investidores com acesso direto ao mercado permaneça sob a responsabilidade da CVM. Caso o inciso III do art. 8º seja mantido, sugerem, alternativamente, que a redação do inciso III do art. 8º sofra ajuste para deixar mais clara a intenção da norma, já que a expressão “demais participantes” utilizada no dispositivo pode se confundir com a definição de participante existente no inciso IV do art. 2º.

CFA salienta que, embora existam diferentes ferramentas de DMA (Direct Market Access), o acesso desses investidores ao mercado se dá sempre por meio de um intermediário que é responsável por supervisionar as operações realizadas. Por esse motivo, entende que se deveria discutir qual seria o papel do intermediário no novo contexto proposto e se faria sentido que as corretoras continuassem obrigadas a fiscalizar as mencionadas operações e a fornecer informações sobre elas, ou se seria mais eficiente que tal monitoramento passasse a ser realizado exclusivamente por meio da autorregulação unificada.

Os comentários foram considerados procedentes e optou-se por rever a questão e não incorporar a previsão de que as entidades administradoras de mercado organizado devam supervisionar e fiscalizar os investidores com acesso direto aos mercados administrados.

AMEC entende relevante que não seja conferida à autorregulação unificada competência para a aplicação de penalidades em função dos riscos de conflito de competência, ausência de transparência nas decisões e ao próprio processo em si.

AMEC entende que a CVM deveria continuar a manter seu poder sancionador por meio de processos disciplinares e sugere que a norma preveja que eventuais descumprimentos das leis e normas editadas pela CVM serão apurados e eventualmente penalizados pela própria autarquia, não podendo ser objeto de qualquer tipo de convênio ou delegação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A competência sancionatória da autorregulação decorre da Lei nº 6.385, de 1976, e está já estava regulamentada na Instrução CVM 461, tendo sido, inclusive, reconhecida pelo poder judiciário. Por essa razão, o comentário não foi acatado.

TAG propõe que a autorregulação unificada tenha competência para regular os mecanismos e regras que as entidades contratantes e associadas devem desenvolver para garantir a troca de informações sobre fatos que possam afetar a regularidade e transparência das operações realizadas, que permitam a identificação de contrapartes e que viabilizem a compensação, a liquidação de operações e o depósito de valores mobiliários.

Assim sugere a exclusão do art. 19 da Minuta A que atribui essa competência às entidades administradora de mercado.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

ANBIMA, ANCORD e CSDBR entendem que a permissão existente no § 1º do art. 10 para que a autorregulação unificada exerça outras competências correlatas às de autorregulação, mediante autorização da CVM, sem prévia discussão com o mercado, deve ser excluída.

XP e Chediak Advogados, por sua vez, compreendem, que a redação proposta não esclarece quais seriam as atividades correlatas às de autorregulação, o que torna o dispositivo excessivamente aberto, possibilitando o alargamento das competências da entidade autorreguladora sem previsão legal ou normativa.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM, CSDBR, MB e ABCRIPTO compreendem que a autorregulação unificada não deve ter competência para definir requisitos mínimos para admissão de participantes

B3 e BSM acreditam que a definição de requisitos de admissão é uma questão de estratégia comercial de cada entidade administradora de mercado organizado, considerando o seu modelo de negócio, não devendo estar na competência da autorregulação unificada para evitar situações de conflito de interesses e discussão sobre inibição de competição entre as entidades administradoras.

B3 e BSM também entendem que atribuir competência à autorregulação unificada para definir as quantidades que caracterizam a negociação de grandes lotes pode criar conflito de interesses e gerar questionamentos sobre os critérios e regras adotados, uma vez que pode contrariar a estratégia de negócios de entidades que competem no mesmo segmento.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

ATS concorda com as competências atribuídas à autorregulação unificada, mas ressalta que o modelo atual de autorregulação demonstra algumas ineficiências no que diz respeito à supervisão de emissores, já que na B3 essa atividade não é exercida pela BSM e sim pela Diretoria de Regulação de Emissores sem a necessária segregação funcional.

Para a ATS, essas ineficiências do modelo atual de autorregulação poderiam ser mitigadas caso a autorregulação unificada atuasse com independência em relação às entidades que dela participam.

A CVM entende que supervisão de emissores não precisa ser realizada pelo departamento de autorregulação de que trata o Capítulo V da versão final da Minuta A. Cabe esclarecer que o parágrafo único do art. 49 da Instrução CVM 461 já indicava que a supervisão e fiscalização dos emissores não é uma atividade obrigatória do departamento de autorregulação, muito embora



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

essa responsabilidade possa ser a ele atribuída voluntariamente pelas entidades administradoras de mercado organizado.

Esse mesmo modelo foi mantido no § 1º do art. 47 da versão final da Minuta A, que substituirá a Instrução CVM 461, de forma que supervisão de emissores é uma atividade de autorregulação que, caso não seja exercida pelo departamento de autorregulação, deve ser desempenhada por outras estruturas da entidade administradora.

O inciso V do art. 10 atribui competência para a autorregulação unificada editar regras sobre os requisitos mínimos que devem ser exigidos para a admissão de associados ou contratantes.

B3 e BSM pedem a exclusão dessa previsão, uma vez que os requisitos mínimos para atuação como entidade administradora de mercado organizado já foram estabelecidos pela CVM na Minuta A, e tendo em vista que as entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro são reguladas por leis, instruções da CVM e normas editadas por outros reguladores que estabelecem requisitos para que sejam autorizadas a operar.

Para as participantes, o art. 6º já prevê que o processo de associação ou contratação deve ser fixado em estatuto, havendo assim redundância entre o disposto no art. 6º e no inciso V do art. 10. Ressaltam que a atividade de estabelecer regras de requisitos mínimos para admissão de novos entrantes possui um conflito de interesses inerente para o autorregulador.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

B3 e BSM alertam que a supervisão sobre entidades administradoras de mercado ou operadoras de infraestrutura, prevista no § 1º do art. 8º, pode ter como consequência o conflito de interesses, considerando que a autorregulação unificada estará vinculada de forma distinta a essas entidades. Assim, recomendam que essa competência seja excluída da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O comentário perdeu objeto, mas de qualquer modo se esclarece que se optou por atribuir ao departamento de autorregulação no art. 47 da versão final da Minuta A o mesmo escopo de atuação previsto no art. 36 da Instrução CVM 461.

ANBIMA entende que o inciso VI do art. 10, que prevê que a CVM pode solicitar a opinião da entidade autorreguladora sobre regras e procedimentos das associadas e contratantes, deve ser excluído, dado que, como a autorregulação unificada provavelmente será exercida pela BSM, há a possibilidade de a entidade autorreguladora opinar sobre a atuação de potenciais concorrentes da B3, de forma que o prejuízo à concorrência é evidente.

Em razão da opção de não adotar a autorregulação unificada, a preocupação perdeu objeto. Todavia, ressalta-se que remanesce no art. 59 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) a previsão da manifestação do departamento de autorregulação sobre o teor das normas editadas pela entidade administradora, nas hipóteses expressamente previstas no dispositivo em questão.

ANBIMA, ANCORD, Chediak Advogados e XP sugerem que seja incluída na norma a previsão atualmente existente no art. 49 da Instrução CVM 461 sobre o aproveitamento, pela CVM, das investigações e penalidades impostas pela autorregulação.

Para Chediak Advogados, a exclusão dessa previsão pode dar margem ao entendimento de que agentes de mercado podem ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos, o que geraria insegurança jurídica.

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, tendo em vista que o aproveitamento pela CVM da atuação prévia de instituição autorreguladora, incluindo penalidades aplicadas, já se encontra previsto no § 2º do art. 4º e no parágrafo único do art. 62 da Resolução CVM 45, que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora da CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA, ANCORD e XP sugerem que fique expresso na norma o entendimento que sempre existiu no mercado de que o aproveitamento das investigações e penalidades impostas pela autorregulação consiste em um poder-dever da CVM, de forma a evitar a duplicidade de procedimentos e de aplicação de penalidades.

XP salienta que, embora esse seja o entendimento que vinha sendo aplicado, as áreas técnicas da CVM, que tradicionalmente sempre respeitaram as decisões da BSM e consideravam-nas suficientes para resolver os assuntos tratados, vêm, em algumas situações, investigando os mesmos fatos e apresentando as mesmas acusações que as realizadas pelo autorregulador.

XP entende que essas iniciativas, além de ir na contramão das medidas adotadas pela CVM para a redução dos custos de observância, aumenta a insegurança jurídica, já que os regulados podem ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos.

Os comentários não foram acatados. A Lei nº 6.385, de 1976, deixa claro no inciso III e no § 1º do art. 8º que as competências da CVM e das entidades administradoras de mercado organizado para fiscalizar os intermediários não são excludentes.

Assim, foi mantida no art. 76 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) a previsão de que o aproveitamento dos processos sancionadores e das penalidades aplicadas pelas entidades administradoras de mercado organizado é matéria de julgamento da CVM, no âmbito dos referidos processos, considerando as características de cada caso.

ANBIMA propõe que o procedimento previsto no § 2º do art. 8º e no art. 49 de comunicação imediata à CVM sobre eventuais desvios às normas identificados pela autorregulação unificada seja aperfeiçoado.

A participante defende que, na prática, antes de informar à CVM sobre esses desvios, a entidade administradora de mercado organizado formula questionamento ao intermediário, mas não ao investidor envolvido na operação. ANBIMA acredita que a entidade autorreguladora poderia fazer uma melhor avaliação sobre o caso e sobre a necessidade de comunicação à CVM se a norma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

determinasse que a entidade autorreguladora deve cientificar os participantes da operação antes de comunicar o desvio à CVM.

O comentário não foi acatado e o inciso I do art. 67 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) prevê que a ocorrência, ou o indício de ocorrência, de infração grave às normas da CVM deve ser comunicada de forma imediata à SMI.

Ressalta-se que comunicações prévias com o participante podem ser realizadas pela entidade autorreguladora, desde que a medida não prejudique a observância da obrigação prevista no inciso I do art. 67 nos casos de infrações graves.

Alguns Hedge sugerem que o conselho de autorregulação seja competente para julgar recursos contra penalidades aplicadas pelas entidades administradoras de mercado organizado decorrentes de infrações às normas operacionais. Propõem que desse julgamento em segunda instância não caiba recurso.

A sugestão não foi acatada. A adoção de uma segunda instância para apreciação de recursos contra decisões condenatórias da entidade administradora de mercado organizado é uma opção dessa própria entidade. Ressalta-se que essas decisões condenatórias podem ser objeto de recurso ao conselho de administração, caso haja previsão estatutária ou regulamentar nesse sentido, na forma do inciso IV do art. 27 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

Caso haja aplicação de condenação pelo diretor do departamento de autorregulação, o conselho de autorregulação deve necessariamente ser competente para julgar recursos contra essas decisões conforme § 1º art. 70, da versão final da Minuta A.

Alguns Hedge discordam da previsão do inciso I do art. 9º que atribui competência à autorregulação unificada para supervisionar a observância de normas legais e regulamentares.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sugere, alternativamente, que a entidade seja responsável somente por comunicar os desvios identificados à CVM, sem aplicação de penalidades.

Alguns Hedge entende que, para uma maior eficiência, é importante que os custos de observância da norma sejam mantidos em patamares suficientemente baixos para que não sejam criadas barreiras à entrada no mercado de capitais brasileiro.

A sugestão não foi acatada. A autonomia para supervisionar o mercado e adotar as medidas cabíveis, incluindo a imposição de penalidades, é um dos pontos basilares da autorregulação no Brasil desde a edição da Lei nº 6.385, de 1976, regime aperfeiçoado com a edição da Instrução CVM 461. Essa autonomia tem sido exercida sem prejuízo da competência regulamentar da CVM a respeito.

BBCE compreende que a norma não trata da fiscalização da CVM sobre a autorregulação unificada. Afirma também que seria importante que as penalidades que podem ser aplicadas pela autorregulação unificada estivessem previstas na norma.

A preocupação está tratada no art. 75 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461), que exige que o regulamento processual do departamento de autorregulação preveja, de forma expressa, as penalidades que podem ser aplicadas pela autorregulação.

MFCap entende que a norma deveria conter dispositivo sobre os objetivos e princípios que devem ser observados pela autorregulação unificada no exercício de suas atividades. De acordo com o participante, a norma somente se refere ao assunto, de forma pouco objetiva, no art. 5º, no § 2º do art. 9º, e no inciso I do parágrafo único do art. 15.

MFCap acredita que é importante contar com um dispositivo programático de caráter geral e alcance mais amplo, que leve em conta princípios já existentes na Lei nº 6.385, de 1976, na Instrução CVM 461, bem como orientações da IOSCO.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, sugere que seja incluído artigo para prever que, sem prejuízo das finalidades previstas no art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976, no exercício de suas atividades, a autorregulação unificada deve buscar: (a) equilíbrio entre o interesse público e seus interesses próprios, de seus participantes, entidades associadas e contratantes; (b) autonomia e independência no processo decisório; (c) tratamento isonômico de suas entidades associadas, contratantes e das pessoas sujeitas a sua supervisão; (d) adequado tratamento das informações que devam ser protegidas por sigilo; (e) liberdade de acesso e respeito à concorrência; e (f) transparência acerca de suas decisões e atividades.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

Entretanto, ainda que num contexto de autorregulação fragmentada, a versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) incorpora várias das sugestões apresentadas: (a) o equilíbrio entre os interesses próprios e o interesse público, consta do art. 14; (b) a autonomia da autorregulação está consagrada no art. 50; (c) o adequado tratamento de informações e a preservação do sigilo, consta dos arts. 48, 51 e 52; e (d) a transparência das decisões e atividades é objeto dos arts. 62 e 68.

3.5. Autonomia funcional e orçamentária (arts. 17 a 21)

ANBIMA e ANCORD entendem que o financiamento da autorregulação unificada deve se dar exclusivamente por meio das operações de mercado sujeitas à sua supervisão, sendo vedada a utilização de recursos decorrentes de multas e contrapartidas financeiras oriundos da atividade sancionadora da entidade. Para ANCORD a medida evitaria incentivos perversos que poderiam ser criados em uma atividade que deve ser exercida de forma isenta e imparcial.

Alguns Hedge também propõe que a autorregulação unificada seja financiada por meio de uma taxa cobrada sobre cada operação cursada no mercado, na forma de um percentual da taxa de emolumento, ou sobre cada operação registrada, depositada ou liquidada nas infraestruturas de mercado, na forma de um percentual da taxa de registro, sujeito a um valor máximo. Propõe que o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mesmo valor seja arcado pelas entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado, proporcionalmente ao número de negócios realizados e ao número de operações realizadas na infraestrutura.

CSDBR também propõe que as despesas da entidade responsável pela autorregulação unificada devem ser custeadas pelas associadas na proporção de sua participação no mercado, através de um aporte inicial e posteriores mensalidades cobradas de forma proporcional ao volume de suas operações no mês anterior levando em conta um percentual definido pela CVM.

ABFINTECHS sugere, por sua vez, a exclusão dos incisos I, II e III do § 2º do art. 19 e a alteração da redação do dispositivo para prever que a contraprestação a ser paga exclusivamente pelas entidades vinculadas deve considerar seu patrimônio líquido da entidade e sua capacidade contributiva.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório. Embora a norma determine que o departamento de autorregulação deva ter orçamento próprio para a execução das atividades sob sua competência, optou-se por não indicar qual deve ser a fonte dos recursos, haja vista a viabilidade financeira da autorregulação estar sob a responsabilidade da entidade administradora.

ANBIMA e ATS discordam da possibilidade de compartilhamento de recursos entre as entidades associadas e contratantes e entidade responsável pela autorregulação unificada prevista no inciso III do art. 18.

ATS entende que não há como permitir o compartilhamento de recursos tecnológicos ou administrativos entre a entidade autorreguladora e as entidades vinculadas, pois, independentemente da adoção de medidas que tentem garantir a segregação, o compartilhamento aumenta o risco de vazamento de informações, dentre outras situações que podem comprometer a independência da entidade autorreguladora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Embora não seja contrária à possibilidade de compartilhamento de recursos, ABFINTECHS compreende que ele deveria ser o mais restrito e excepcional possível para evitar confusão administrativa e conflitos de interesses. Por esse motivo, sugere que o inciso III do art. 18 seja alterado para prever que o compartilhamento, além das exigências já colocadas na norma, depende da aprovação da assembleia geral que deverá ser ratificada a cada 2 anos.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

BBCE sugere que o art. 21 vede o exercício de cargo executivo na entidade responsável pela autorregulação unificada a pessoas que tenham exercido, a menos de 1 ano, cargo de administrador entidades administradoras de mercado organizado e em operadoras de infraestrutura de mercado.

Propõe ainda que qualquer executivo que venha a exercer um cargo na entidade responsável pela autorregulação unificada não deve possuir, de forma direta ou indireta, ações de qualquer entidade participante da autorregulação unificada, bem como que se proíba a aquisição dessas ações enquanto a pessoa estiver exercendo a atividade.

Pela mesma razão, sugere que o executivo que for desligado ou que se desligar da entidade autorreguladora fique impedido de exercer cargo nas entidades participantes da autorregulação unificada pelo prazo mínimo de 1 ano.

Já a CSDBR sugere que seja vedado à autorregulação unificada a contratação ou nomeação de pessoas sujeitas a sua regulação ou supervisão nos últimos 5 anos para evitar conflito de interesses.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório. Independentemente disso, destaca-se que se aplicam ao diretor do departamento de autorregulação e aos membros do conselho de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

autorregulação os requisitos de independência presentes no art. 29 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

3.6. Código de conduta e políticas obrigatórias (arts. 22 e 23)

AMEC sugere que sejam criados mecanismos que permitam não só ao conselheiro conflitado, como a qualquer outro membro do conselho de autorregulação, arguir a ocorrência de conflito de interesses, que seria deliberada pelos demais membros do órgão, por maioria de votos.

A sugestão foi acatada e está refletida na redação do § 2º do art. 70 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

CSDBR acredita que a remuneração de todas as pessoas que trabalham ou exercem cargo na entidade autorreguladora, incluindo administradores, deve ser fixa, baseada na remuneração de mercado, sem possibilidade de remuneração variável. Por esse motivo, sugere a exclusão do § 2º do art. 23, que se refere à remuneração variável.

A sugestão não foi acatada, pois se entendeu que a norma já atende as preocupações da participante ao (a) vedar a concessão de benefícios baseados nos resultados da entidade administradora ou em valores mobiliários por ela emitidos, o que poderia ser uma fonte de conflito de interesses, e (b) determinar que o programa que institua a remuneração variável deve ser enviado para a CVM, o que permitirá a supervisão desse mecanismo pela autarquia.

Ademais, entendeu-se que a remuneração variável pode ser um fator de atração para profissionais qualificados. Em função disso, os §§ 1º e 2º do art. 55 da versão final da Minuta A mantém as disposições propostas quanto à política de remuneração do departamento de autorregulação.

3.7. Principais órgãos da entidade autorreguladora (art. 16)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Algus Hedge entende que a administração da entidade responsável pela autorregulação unificada deve ser feita: (a) por um conselho de administração composto por associados e entidades representativas de intermediários e clientes institucionais; e (b) por um conselho de autorregulação, composto por especialistas do mercado de capitais, não vinculados às entidades autorreguladas e indicados pelo conselho de administração.

ANBIMA também sugere que as associações representativas dos participantes de mercado que serão supervisionados tenham participação na governança da autorregulação unificada e propõe na minuta de nova norma encaminhada que essas associações também possam se associar e participar da governança do autorregulador.

ANBIMA também sugere a inclusão de um conselho de administração na estrutura de governança da entidade autorreguladora. Propõe que a composição do conselho de administração seja definida pelo estatuto da entidade, com maioria de membros independentes, sendo garantida a participação de representantes das entidades associadas ao autorregulador.

A participante propõe que o conselho de administração tenha como competências básicas a eleição da diretoria, a edição de atos normativos e a aprovação da orientação geral das atividades do autorregulador. ANBIMA defende que as normas elaboradas pela entidade autorreguladora devem ser orientadas e aprovadas pelo conselho de administração para garantir a participação efetiva de todos os supervisionados no processo normativo.

Também propõe que o conselho de autorregulação seja substituído por um conselho de supervisão, responsável por conduzir e julgar processos, composto por conselheiros independentes e representantes de mercado.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

LGBTheusa sugere incluir uma ouvidoria na estrutura da entidade autorreguladora, dado que compete à entidade autorreguladora administrar o mecanismo de ressarcimento de prejuízos e o patrimônio a ele vinculado (art. 37).

A participante entende que as competências propostas nos incisos I, III, IV e V do art. 9º permitem que a entidade autorreguladora conduza processos disciplinares para apurar infrações às normas de ouvidoria dos autorregulados, o que reforça a relevância da existência de um sistema de próprio de ouvidoria para a entidade autorreguladora.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

3.7.1. Assembleia geral (art. 24)

ANCORD e XP pedem que a norma seja ajustada para prever a possibilidade de os participantes das entidades administradoras de mercado organizado – ou seja, os intermediários – se associarem à entidade responsável pela autorregulação unificada, podendo exercer o direito de voto nas assembleias gerais e indicar representantes para compor o conselho de autorregulação.

ABFINTECHS, TG e CSDBR entendem que cada entidade associada deve ter igual direito de voto na assembleia geral da entidade autorreguladora, independentemente de sua participação e do número de cotas detidas.

ABFINTECHS acredita que a medida é importante para afastar o risco de captura da autorregulação unificada. Defende que a distribuição de direitos políticos conforme a participação no capital social faz sentido em uma sociedade empresarial, mas não em uma entidade que se propõe a ser uma entidade autorreguladora que deveria ser representativa, plural, isenta, imparcial e técnica, de forma a mitigar justamente o exercício de poder de controle por qualquer entidade associada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABFINTECHS ressalta que, na regulamentação do **open banking** (Consulta Pública nº 73/2019), o BCB sugeriu que as instituições participantes se autorregulem e propôs que a força política das instituições participantes seja equivalente, independentemente do segmento ao qual pertençam (S1, S2, S3 etc.).

Por esse motivo, sugere que seja incluído um art. 24-A para prever que as deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada entidade associada 1 voto, independentemente de sua participação no patrimônio social da entidade autorreguladora. Propõe ainda que a norma vede a elaboração de qualquer acordo de voto entre as entidades associadas de modo que não seja possível o exercício conjunto de qualquer poder de controle.

ABFINTECHS propõe também que a redação do inciso IV do art. 27 passe a indicar que os membros do conselho de autorregulação são eleitos pela assembleia geral, ficando excluída a previsão de que o número de membros eleito por cada associada depende da participação detida no capital social da entidade

CSDBR sugere que todas as entidades tenham direito a apenas 1 voto na assembleia, cabendo à CVM o voto decisório em caso de desempate, bem como, poder de veto nos casos que entender necessário.

MB e ABCRIPTO também sugerem que não haja distinção entre classes de participantes, de forma que todos os participantes da entidade autorreguladora tenham poderes isonômicos para ingerir em suas atividades, com cada associada detendo somente um direito de voto em toda e qualquer deliberação da assembleia geral.

Propõem ainda que associações de classe das entidades operadores de infraestrutura de mercado possam se associar à entidade autorreguladora, uma vez que esse mercado tem se tornado mais diversificado e plural, com o recente surgimento de novos mercados organizados e plataformas de investimento coletivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

3.7.2. Criação de um conselho fiscal (item 3.3 do Edital)

No edital da audiência pública, a CVM indagou ao mercado se a entidade responsável pela autorregulação unificada deveria contar com um conselho fiscal com obrigatória participação de membro indicado pelas entidades contratantes.

ANBIMA, AMEC, APIMEC, ATS, BBCE e IBGC são favoráveis à inclusão de um conselho fiscal na estrutura da entidade autorreguladora.

AMEC entende como boa prática a existência dessa instância de governança para fiscalizar, com a independência necessária, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, bem como tomar as medidas necessárias em caso de danos ou não observância do dever de diligência imposto a todos os administradores.

ATS sugere que o conselho fiscal deve exercer as competências típicas de conselhos fiscais de empresas listadas, ou seja, sempre que instalado, deve fiscalizar os demais órgãos da entidade autorreguladora, verificando, em especial, a legalidade e regularidade das contas e dos atos de gestão, bem como exercer as demais competências citadas no Edital.

Para ATS, a composição do conselho fiscal deve refletir igualmente os associados e contratantes da entidade autorreguladora, ou seja, cada participante deveria poder indicar um integrante do órgão. Caso os membros do conselho sejam indicados na proporção de cotas detidas do patrimônio social da entidade autorreguladora, propõe-se que os minoritários tenham o direito de influenciar no seu funcionamento, solicitando a sua instalação (artigo 161, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976), e na sua composição, elegendo um membro e respectivo suplente (artigo 161, § 4º, da Lei nº 6.404, de 1976).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA sugere que o conselho fiscal conte com a obrigatória participação de membro indicado pelas entidades vinculadas ao autorregulador e que o órgão tenha competência para: (a) examinar os balancetes, as demonstrações financeiras e os relatórios dos auditores independentes; (b) supervisionar as práticas contábeis e monitorar a gestão de riscos e controles internos da entidade autorreguladora; (c) fiscalizar a atuação dos membros dos conselhos e da diretoria da entidade autorreguladora; e (d) fiscalizar a administração dos recursos financeiros do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP.

IBGC, por sua vez, entende que a instalação do conselho fiscal poderia ser facultativa, pois a norma já prevê que: (a) o auditor independente escolhido na assembleia auditará anualmente o relatório anual de prestação de contas das atividades realizadas pela entidade; (b) o conselho de autorregulação, composto somente por membros independentes, provê para a entidade uma instância isenta de controle; e (c) a qualquer momento as entidades vinculadas podem auditar as contas da entidade reguladora.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

3.7.3. Composição do conselho de autorregulação (arts. 25 a 31)

No edital da audiência pública, a CVM estimulou que o mercado se manifestasse sobre a proposta de existência, na entidade responsável pela autorregulação unificada, de um conselho de autorregulação formado somente por membros independentes.

ATS, BBCE e IBGC consideram que a proposta é adequada, tendo em vista as competências do órgão. Para o IBGC, um conselho de autorregulação composto somente por conselheiros independentes reduz a possibilidade de conflitos de interesses, contribuindo para a independência do julgamento dos processos disciplinares que serão tratados nessa instância de supervisão.

ANCORD, ANBIMA, B3 e BSM, BBCE, Grupo de Gestoras e XP, por sua vez, não são favoráveis à proposta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XP entende que a medida provoca um afastamento entre a entidade autorreguladora e os intermediários, de forma que pessoas ligadas aos intermediários, a despeito de deterem rica experiência e conhecimento sobre o funcionamento do mercado, não poderiam participar dos órgãos de governança da entidade autorreguladora e, conseqüentemente, não poderão apresentar seus conselhos e **insights** necessários ao contínuo aprimoramento do mercado.

No mesmo sentido, ANBIMA e ANCORD entendem que a autorregulação deve ser uma estrutura de supervisão próxima aos agentes de mercado. Afirmam que, apesar de a norma ter proposto que o conselho de autorregulação seja composto exclusivamente por membros independentes buscando mitigar eventuais conflitos de interesse, na prática essa proposta apenas tira da autorregulação um dos seus elementos essenciais que é a sua proximidade com o mercado autorregulado e impede que profissionais com conhecimento e experiência no setor e cuja atuação poderia ajudar a conferir maior tecnicidade às decisões participem da autorregulação.

BBCE acredita que, dada a pluralidade de competências do órgão, a participação no conselho de autorregulação de pessoas com conhecimento é essencial. Propõe que o conselho de autorregulação seja formado por pessoas indicadas por todos os participantes dos mercados por ela regulados, de forma equânime, sem privilégio a nenhum setor específico independentemente da sua representatividade.

B3 e BSM citam o exemplo da FINRA (EUA) e IIROC (Canadá) e argumentam que a presença de pessoas que atuam no mercado, incluindo prestador de serviços para administradoras de mercado, operadoras de infraestrutura e intermediários, fortalece as instâncias de governança, supervisão e **enforcement** da entidade autorreguladora e o aproxima do mercado de forma saudável.

Para as participantes, a presença desses profissionais contribui diretamente para o melhor entendimento de questões críticas de mercado e mantêm a autorregulação atualizada sobre as práticas e tendências. B3 e BSM ressaltam que, pelo dinamismo e rapidez com que o mercado se inova, é de extrema relevância a participação, no autorregulador, de pessoas que estejam, de fato, atuando no mercado e acompanhando sua evolução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM indicam ainda que preocupações quanto ao conflito de interesses podem ser mitigadas por meio de políticas e controles específicos (tais como a obrigatoriedade de declaração de impedimento pelo conselheiro e a possibilidade de pedido de suspeição pelos supervisionados) e, principalmente, pela exigência de maioria de membros independentes.

Grupo de Gestoras defende que a regra atual da Instrução CVM 461 para a composição do conselho de autorregulação seja mantida. Isso porque a presença de profissionais de mercado contribui para legitimar a atuação da entidade autorreguladora e para promover a qualidade das atividades desenvolvidas ao auxiliar: (i) na compreensão das práticas de mercado; (ii) no acompanhamento das tendências e da evolução da indústria; e (iii) na avaliação dos efeitos das decisões do órgão no funcionamento do mercado, considerando os diferentes interesses envolvidos.

Para Grupo de Gestoras, o requisito atual de 2/3 de conselheiros independentes já seria suficiente para assegurar a atuação isenta e imparcial do conselho de autorregulação, dado que os membros não independentes não conseguem formar maioria.

MB e ABCRIPTO acreditam que todos os associados devem poder eleger membros do conselho de autorregulação e sugerem que se permita que os membros desse conselho sejam não independentes em relação às entidades associadas.

ABFINTECHS, por sua vez, propõe que o inciso I do art. 27 seja alterado para indicar que o conselho de autorregulação deve ser composto apenas por conselheiros independentes, mas que 1/5 de seus assentos deve ser destinado a conselheiros externos que, além de cumprir com todos os requisitos do art. 28, nunca tenham exercido função em entidades administradoras de mercado ou infraestruturas de mercado.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

De qualquer modo, esclarece-se que o art. 73 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) manteve o modelo da Instrução CVM 461 e prevê que o conselho de autorregulação deve ser composto por 2/3 de membros independentes.

CSDBR compreende que a norma deve estabelecer o número mínimo e máximo de membros do conselho de autorregulação e sugere que esse seja composto por no mínimo 5 e no máximo 9 membros.

Adicionalmente, propõe que cada entidade associada deve ter direito a indicar um membro ao conselho de autorregulação, sendo que a CVM também deve indicar um membro.

Já ABFINTECHS sugere que a CVM, através da SMI, possua um assento como observadora no conselho de autorregulação, o que asseguraria o correto registro e divulgação das atas das reuniões, resguardando o interesse público, bem como a fiscalização da atuação do conselho de autorregulação.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

AMEC sugere que o inciso II do art. 27 estabeleça que os requisitos de conhecimento e capacidade técnica dos membros do conselho de autorregulação devem ser objeto de comprovação da efetiva atuação em atividades do mercado de capitais ou em áreas correlatas aos mercados autorregulados, além do conhecimento das normas de regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

De qualquer modo, esclarece-se que, conforme será comentado adiante, o inciso V do art. 68 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) prevê que a entidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

administradora de mercado organizado deve divulgar em sua página na internet o nome e currículo resumido dos membros do conselho de autorregulação.

LGBTheusa propõe que 1/3 dos membros do conselho de autorregulação sejam indicados por investidores, dado que a entidade autorreguladora supervisionará investidores e demais participantes que possuam acesso direto aos mercados organizados (inciso III do art. 8º), e considerando seu dever de atuar de forma independente e imparcial.

Para o participante, dada a competência dada pela norma à entidade autorreguladora para administrar o MRP, a participação de pessoas indicadas pelos investidores no conselho de autorregulação poderia contribuir para melhorar a percepção atualmente existente no mercado sobre a atuação do MRP ao evitar ou balancear qualquer conduta protecionista aos intermediários.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não atribuir ao departamento de autorregulação a supervisão dos investidores nem tampouco a administração do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

AMEC, LGBTheusa e IBGC entendem que a diversidade deve orientar a composição do conselho de autorregulação.

Em função disso, IBGC sugere que o art. 27 preveja que o conselho de autorregulação deve ser composto de forma a contemplar a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero.

No mesmo sentido, LGBTheusa propõe a inclusão de novo inciso V ao art. 27 para dispor que a composição total do conselho de autorregulação obedecerá a critérios de diversidade estabelecidos pelas melhores práticas de mercado.

AMEC defende que a norma preveja que a composição do conselho de autorregulação deve ser diversificada e complementar, de modo a atender a boas práticas de governança corporativa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os comentários não foram acatados tendo em vista que o conselho de autorregulação exerce função técnica e específica de realizar as atividades de supervisão e fiscalização previstas na versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

ABFINTECHS sugere a inclusão de novo parágrafo no art. 25 para determinar que os julgamentos do conselho de autorregulação sejam gravados, ficando permitido o acesso das partes no processo às gravações.

O comentário foi acatado e encontra-se refletido no parágrafo único do art. 69 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

IBGC acredita que, da mesma forma que os membros de diretorias colegiadas das agências reguladoras ficam impedidos de exercer atividade ou de prestar qualquer serviço no setor regulado pelo período de seis meses (art. 8º da Lei nº 9.986, de 2000), também deveria ser aplicado aos membros do conselho de autorregulação um período de quarentena.

A preocupação recebe tratamento específico na norma, uma vez que há requisitos de independência e um monitoramento constante por parte da CVM sobre o perfil e a atuação dos membros do conselho de autorregulação.

Adicionalmente, ainda que a quarentena possa ser benéfica para as situações mencionadas, no caso específico da autorregulação do § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, pode haver dificuldade na atração de profissionais qualificados, além do ônus decorrente de remuneração, o que constituiria um ônus regulatório adicional sem uma necessária contrapartida em termos de maior independência no exercício dessa função.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação ao inciso IV do art. 31, ABFINTECHS sugere que os membros do conselho de autorregulação somente sejam passíveis de perda de cargo por deliberação da assembleia geral, após a deliberação assemblear ser validada pelo Colegiado da CVM.

A sugestão não foi acatada porque entendeu-se suficiente o disposto no § 1º do art. 53 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461), segundo o qual a destituição do diretor do departamento de autorregulação ou de membros do conselho de autorregulação, bem como as circunstâncias em que tenha ocorrido, serão consideradas pela CVM ao avaliar as atividades de autorregulação, inclusive no tocante à observância do princípio de independência e autonomia prescritos pela norma.

3.7.4. Definição de conselheiro independente (caput e §§ 1º e 2º do art. 28)

Ao definir o conselheiro independente, o art. 28 leva em conta os critérios utilizados na Instrução CVM 461 para caracterizar a independência dos conselheiros, mas com alterações. A principal delas é a redução da participação máxima no capital votante de sociedades vinculadas permitida de 10% para 5% (inciso V do **caput** e no inciso III do § 1º do art. 28).

AMEC sugere que a redação seja alterada para vedar que sócios ou participantes de entidade vinculada ao autorregulador possam ser membros do conselho de autorregulação. AMEC compreende que a condição de sócio, nessa situação, retira a condição de independência.

B3 e BSM discordam da proposta de alterar o conceito de independência dos membros do conselho de autorregulação tornando-o mais restrito que o estabelecido na Instrução CVM 461 e na Minuta A.

B3 e BSM entendem que os limites atuais da Instrução CVM 461 são suficientes para delinear o conceito de independência dos membros do conselho de autorregulação. Além disso, sugerem que as Minutas A e B utilizem os mesmos princípios e conceitos para caracterização do membro independente. Sugerem que a norma tenha a mesma redação proposta na Minuta A, caso se entenda que o conceito da Instrução CVM 461 deve ser alterado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Já ATS sugere a alteração do inciso I do § 1º do art. 28 que passaria a vedar a participação de pessoas que tenham relação com as entidades vinculadas decorrente de contrato de consultoria. Na visão da ATS, essa alteração é importante para garantir a independência dos membros do conselho de autorregulação e para assegurar um mínimo de confiabilidade e isenção na gestão da autorreguladora.

ATS sugere também a inclusão de novo parágrafo no art. 28 para prever que o processo de eleição de membros do conselho de autorregulação deve ser conduzido de modo transparente e aberto à participação das partes interessadas e do público em geral.

ANCORD, Chediak Advogados e XP entendem que os critérios de independência propostos na norma são demasiadamente restritivos e subvertem a lógica da autorregulação, já que afastam a possibilidade de representantes dos autorregulados integrarem os órgãos da entidade.

XP ressalta que esses critérios impedem que pessoas capacitadas e com grande experiência, vinculadas aos participantes das entidades administradoras de mercado organizado, ocupem cargos na estrutura do autorregulador.

Chediak Advogados defende que, ao impedir a participação de pessoas vinculadas aos autorregulados nos órgãos do autorregulador, a norma parece interferir indevidamente na governança do autorregulador.

Os comentários perderam objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

De qualquer modo, esclarece-se que a versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) prevê, no **caput** do art. 73, que se aplicam ao conselho de autorregulação os mesmos critérios de independência que devem observados na composição do conselho de administração da entidade administradora de mercado organizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM entendem que a criação das câmaras consultivas previstas no art. 35 é de grande valia, pois esse tipo de canal de comunicação fortalece o diálogo entre a entidade autorreguladora e diferentes entidades de mercado. No entanto, indicam que esses canais não substituem a importância da presença de profissionais de mercado nos órgãos de governança, supervisão e **enforcement** do autorregulador.

As participantes sugerem que seja criada uma câmara específica, composta exclusivamente por representantes das entidades vinculadas ao autorregulador, para discutir a atuação da entidade autorreguladora em seus respectivos mercados e opinar sobre seu plano de trabalho. Propõem também a existência de canal específico entre a entidade responsável pela autorregulação unificada, a administradora de mercado proprietária de seu patrimônio e a CVM para que sejam realizadas discussões orçamentárias.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

A despeito disso, a norma determina no art. 54 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) que o departamento de autorregulação constitua câmara consultiva para manter um canal de comunicação permanente com os participantes da entidade administradora, inexistindo vedação para constituição de outras câmaras que o departamento de autorregulação considere relevantes.

O inciso III do art. 27 prevê que os membros do conselho de autorregulação serão eleitos para um mandato de três anos, permitida uma recondução, devendo ser renovado a cada ano, no mínimo, 1/3 dos membros do órgão.

B3 e BSM sugerem que a norma permita, ao menos, mais uma recondução. Ressaltam que, historicamente, não há nenhum risco materializado que justifique a alteração da regra atual prevista na Instrução CVM 461 e que, pelo contrário, a experiência mostra que três mandatos produzem efeitos positivos. As participantes defendem que a qualidade do julgamento pressupõe a experiência do julgador e que há custos incorridos pela BSM na formação dos julgadores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM entendem que a renovação de 1/3 dos membros do conselho de autorregulação deveria ocorrer a cada dois anos e não anualmente, pois em três anos, poderia haver a renovação da integralidade do conselho, não sendo tempo suficiente para a formação do julgador.

TAG, por sua vez, sugere que o art. 27 seja alterado para prever que o mandato possui uma periodicidade máxima de três anos, para que não haja conflito com a necessidade de renovação. Propõe ainda que seja previsto que a recondução só é admitida se não prejudicar a sistemática de renovação anual.

As sugestões foram parcialmente acatadas. A possibilidade de renovação do mandato permite que o conselho de autorregulação conte com membros com experiência no exercício das funções do órgão. Entretanto, a limitação do número de vezes em que essa renovação pode ocorrer é importante para mitigar os riscos de perda de independência que a possibilidade da renovação ilimitada dos mandatos pode acatar.

Assim, foi mantida no inciso II do art. 53 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) a previsão de que o mandato dos membros do conselho de autorregulação pode ser renovado uma única vez. Por outro lado, foi excluída a exigência de renovação de 1/3 dos membros desse órgão a cada ano, dado que essa regra foi proposta em função dos riscos específicos de conflitos de interesses existentes no âmbito de uma entidade autorreguladora que seria responsável pela supervisão de mercados organizados concorrentes.

Em função disso, o art. 190 da versão final da Minuta A prevê regra de transição, permitindo a renovação, por uma única vez, dos mandatos dos conselheiros de autorregulação que tenham se iniciado antes da data de entrada em vigor da Resolução, independentemente do número de mandatos que cada conselheiro já tenha exercido de forma ininterrupta.

IBGC compreende que o prazo de um ano previsto no § 2º do art. 28 para caracterizar a existência de vínculo que afeta a independência, é demasiadamente extenso, o que poderia dificultar o recrutamento de profissionais independentes. Por esse motivo, sugere que esse prazo seja reduzido para seis meses.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CSDBR, por sua vez, entende que, para garantir a segurança jurídica, um mercado justo e competitivo, e mitigar qualquer possibilidade de conflito de interesse, inclusive em função de monopólio, é imprescindível que se aumente o prazo de inelegibilidade previsto no § 2º do art. 28 para 5 anos, bem como que se inclua o diretor de autorregulação nessa regra de inelegibilidade.

Os comentários não foram acatados. O § 2º do art. 28 reproduz a norma existente no § 2º do art. 26 da Instrução CVM 461, de 2007, que vem sendo aplicada desde sua entrada em vigor sem que se tenha verificado efeito negativo sobre a contratação de profissionais.

Por outro lado, a ampliação do prazo poderia dificultar o recrutamento de pessoas com vivência no mercado para integrar o conselho de autorregulação. Por fim, considera-se que o prazo de um ano é suficiente para mitigar os conflitos apontados pelo participante.

Em consequência, o prazo de um ano foi mantido no § 2º do art. 29 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

3.7.5. Diretor de autorregulação (arts. 32 a 34)

ANBIMA entende que as regras referentes ao diretor de autorregulação devem ser aperfeiçoadas, pois a norma limita a criação de outras diretorias e concentra nesse diretor todas as funções executivas do autorregulador.

ANBIMA também discorda da norma por atribuir ao diretor de autorregulação a competência para criar normas e supervisionar seu cumprimento. Para a ANBIMA isso ocorreria, por exemplo, ao se atribuir competência ao diretor de autorregulação para sugerir ao conselho de autorregulação alterações do código de conduta e das políticas de gerenciamento de risco (inciso V do § 1º do art. 32), bem como competência para avaliar e monitorar a gestão de riscos da entidade autorreguladora e o cumprimento do código de conduta (inciso IV do §1º do art. 32).

ANBIMA sugere que o diretor de autorregulação tenha como função exclusiva cuidar das atividades de supervisão e propõe que a diretoria seja composta por, no mínimo, dois diretores,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sendo um diretor de supervisão, com dedicação às atividades de supervisão do autorregulador, e outro diretor de controles (**compliance**), responsável pela verificação do cumprimento das obrigações do autorregulador.

Em função da decisão de não adotar a autorregulação unificada (vide item 3.1 deste relatório), optou-se por manter no art. 62 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) as competências do diretor de autorregulação previstas na Instrução CVM 461.

A versão final da Minuta A também manteve as propostas contidas nos arts. 32 e 33 da Minuta B que procuravam estabelecer uma melhor diferenciação entre as atividades do diretor do departamento de autorregulação e as dos membros do conselho de autorregulação.

Em função disso, os arts. 61, 63 e 64 da versão final da Minuta A preveem que, embora deva se enquadrar nos critérios de independência previstos na norma, o diretor do departamento de autorregulação não participa do conselho de autorregulação e se submete a normas diferenciadas quanto ao prazo de mandato e possibilidade de sua renovação.

3.8. Unificação do MRP (arts. 37 a 44)

A Minuta propôs a existência de um único mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP), administrado pela autorregulação unificada, ao qual as entidades autorizadas pela CVM a administrar mercados organizados de bolsa passariam a estar automaticamente vinculadas.

B3 e BSM alegam que a proposta de unificação do MRP parece partir da premissa de que os recursos desse mecanismo formariam uma espécie de bem comum, de titularidade difusa, provenientes dos participantes e destinados a atender indiscriminadamente aos seus interesses. Contudo, não há no direito brasileiro a figura de um patrimônio difuso, que não se prende a um titular determinado, já que todo patrimônio deve se encontrar na esfera de direitos de uma pessoa natural ou jurídica.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM afirmam que, para que os recursos transferidos ao MRP permanecessem, ainda que de modo indireto, vinculados a cada uma das corretoras que promoveu a respectiva contribuição, seria necessário que esses recursos fossem alocados a uma estrutura que, do ponto de vista societário, preservasse essa vinculação, tal como ocorre no Fundo Garantidor de Crédito (“FGC”), que foi constituído como uma associação civil de finalidade específica, da qual participam, como associadas, todas as instituições financeiras que promovem aporte a esse fundo.

Citando o parecer elaborado pelo professor Gustavo Tepedino anexado a sua manifestação, B3 e BSM indicam que a Resolução CMN nº 39, de 1966, ao dispor sobre a obrigatoriedade de cada bolsa criar um mecanismo de garantia, estabeleceu em seu art. 47 que o fundo de garantia seria contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões da bolsa de valores e constituído de: (a) 25% das importâncias pagas às bolsas pela aquisição dos títulos patrimoniais de sua emissão; e (b) uma taxa, a ser cobrada dos associados das bolsas equivalente a 1% das corretagens recebidas, taxa essa que poderia ser elevada por decisão do conselho de administração da bolsa.

B3 e BSM entendem que essa origem indica que os recursos aportados ao MRP (e aos antigos fundos de garantia) nunca foram destinados a beneficiar indiscriminadamente os participantes em geral do mercado, já que sempre constituíram a contrapartida financeira para a entidade administradora oferecer, no âmbito de seus mercados, ambientes de negociação mais confiáveis e, por isso mesmo, mais atraentes para os investidores.

Para a B3 e a BSM, na melhor disciplina jurídica acerca da propriedade, os bens que integram o MRP, em verdade, não têm entre seus titulares, nem as corretoras, nem o mercado, como entidade abstratamente considerada, sendo seu titular, para todos os fins e efeitos de direito, a BSM, constituída a partir de investimentos promovidos pela B3.

B3 e BSM alegam que todas as resoluções do CMN editadas antes da Lei nº 10.330, de 2001, estabeleceram que as contribuições para o fundo de garantia, salvo hipótese de dissolução da bolsa, não poderiam ser devolvidas aos seus associados. Para as participantes, ao não estabelecer que o valor deveria ser restituído de forma proporcional à contribuição de cada participante, a norma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

deixaria claro que os recursos se integram ao patrimônio das bolsas e, na sua dissolução, são restituídos como qualquer outro bem de uma sociedade, na proporção do capital social.

As participantes ressaltam que a Instrução CVM 461 e todas as normas anteriores determinavam que cada entidade administradora de mercado organizado deveria dispor de fundo de garantia próprio, assim a finalidade da propriedade fiduciária era a cobertura dos mercados administrados pela B3 e não qualquer mercado. Para B3 e BSM qualquer alteração dessa finalidade consubstancia expropriação.

B3 e BSM ressaltam que na dissolução das bolsas o retorno dos recursos não se dava de acordo com a contribuição dos intermediários, o que demonstraria que a restituição não era decorrente da contribuição ao fundo, mas sim do regime associativo.

B3 e BSM afirmam que o aporte de recursos realizado pela B3 no MRP, bem como a constituição da BSM e a transferência a essa entidade dos recursos do MRP foram realizados em regime de boa-fé e tendo como base a confiança na estabilidade do ambiente regulatório.

As participantes argumentam também que o MRP não consiste em uma **essential facility** para a entrada de terceiros no mercado de bolsa de valores por não se tratar de um elemento não duplicável. Alegam que as discussões envolvendo o compartilhamento de recursos ou de uma infraestrutura de propriedade privada estão associadas a situações excepcionais, em que o compartilhamento é fator primordial para garantir a capacidade de um terceiro competir em um determinado mercado.

B3 e BSM ressaltam que o cenário internacional conta com exemplos de empresas competidoras no mercado de administração de bolsas, cada qual com o seu respectivo fundo de compensação, o que também demonstraria que esse tipo de infraestrutura pode ser duplicada e, portanto, não configura **essential facility**.

Argumentam também que a proposta de compartilhamento gratuito do MRP comportaria efeito carona para um eventual entrante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para as participantes, a afirmação quanto à existência de uma maior eficiência econômica na unificação do MRP desconsidera a complexidade dos custos de transação relacionados à administração conjunta de um MRP compartilhado. Ressaltam, ainda, que as entidades administradoras podem atuar em mercados distintos, o que dificultaria o dimensionamento do risco a ser segurado e a contribuição de cada entidade para o fundo.

Levando em conta o caso dos EUA, Reino Unido e Canadá, B3 e BSM indicam que alguns dos fundos de garantia de maior relevância do mundo – que se constituíram como fundos unificados – possuem escopo muito limitado, restringindo-se, em sua maioria, à cobertura exclusiva de episódios relacionados à insolvência de intermediários.

B3 e BSM acreditam que, no longo prazo, essa decisão regulatória pode desincentivar investimentos no mercado organizado de bolsa, uma vez que a desapropriação regulatória sem previsão de indenização passa a ser um risco regulatório a ser incluído na matriz de decisões (seja de entrada ou de aumento de investimentos).

ANBIMA, ANCORD e XP destacam, por outro lado, que o MRP não possui personalidade jurídica própria, sendo um patrimônio de afetação, totalmente separado e sem comunicação com o patrimônio da BSM.

ANBIMA aponta que a Minuta não trouxe informação sobre a destinação ou o tratamento a ser dado aos recursos do MRP. Tendo em vista que o patrimônio do MRP é oriundo de contribuições de corretoras, questiona: (a) se os recursos do MRP serão transferidos para a entidade autorreguladora ou devolvidos aos intermediários que contribuíram ao longo dos anos para sua formação; (b) sobre o destino desse patrimônio caso venha a ser instituído um modelo no qual concorram diversos autorreguladores; e (c) se, nessa hipótese, o MRP deveria ser administrado por uma autoridade independente dos autorreguladores.

XP ressalta que há questões jurídicas que devem ser analisadas, como, por exemplo, a possibilidade de a CVM, por meio de instrução, dar destinação ao MRP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XP acrescenta que a matéria se torna ainda mais complexa caso a sugestão de existência de múltiplas entidades autorreguladoras seja acatada, pois seria necessário considerar um modo de formação e distribuição do patrimônio do MRP entre as diferentes entidades autorreguladoras, assim como eventuais regras para devolução de valores aos intermediários.

ANCORD acredita que o tema merece uma discussão aprofundada e sugere que seja tratado em norma própria.

Os comentários perderam objeto, dado que, em função da decisão de não adotar a autorregulação unificada (vide item 3.1 deste relatório), deixou de existir a figura do autorregulador unificado que era um dos pressupostos da proposta de unificação do MRP.

Em função disso, optou-se por manter o modelo atual em que cada entidade administradora de mercado organizado de bolsa deve constituir um mecanismo próprio para ressarcimento de prejuízos.

Assim, os arts. 124 a 141 da versão final da Minuta A regulamentam a matéria em linha com o disposto na Instrução CVM 461 e com o comentado no item 3.9 deste Relatório.

Alguns Hedge, ANBIMA, ANCORD e ATS afirmam que é necessária uma discussão sobre o modelo atual de administração do MRP.

ANBIMA entende que as regras da norma sobre a administração dos recursos do MRP são muito genéricas e delegam à autorregulação unificada a decisão sobre diversos aspectos relevantes. ANBIMA sugere que a administração dos recursos do MRP precisaria ter tratamento equivalente ao do FGC, observadas as diferenças naturais existentes entre esses mecanismos. Por esses motivos entende que uma discussão mais aprofundada, envolvendo as entidades interessadas nessa matéria, se faz essencial.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD propõe que seja discutida, entre a CVM e os participantes do mercado, uma forma adequada para a gestão, a propriedade, o compartilhamento, a adequação do volume e a finalidade atuarial dos recursos atualmente gerenciados pela BSM no âmbito do MRP.

Algus Hedge entende que não existe um acompanhamento próximo dos resultados das aplicações financeiras e da finalidade que é dada aos recursos e ao rendimento do patrimônio investido. Por esse motivo, sugere a criação de um Comitê Gestor do MRP, nos moldes do que ocorre com Fundo Garantidor de Crédito (FGC) com a participação de um representante dos intermediários, profissionais independentes e um representante do autorregulador.

ATS também sugere que sejam incluídos na norma mecanismos que permitam às corretoras fiscalizar e ter escrutínio sobre a composição, gestão e destinação dos recursos do MRP e sugere que o § 4º do art. 41 seja alterado para prever que informações sobre a origem, a administração e a destinação dos recursos do MRP, bem como sobre taxa de administração do mecanismo, devem estar permanentemente disponíveis ao público.

Os comentários perderam objeto, dado que, em função da decisão de não adotar a autorregulação unificada (vide item 3.1 deste relatório), optou-se por manter o modelo atual em que cada entidade administradora de mercado organizado de bolsa deve constituir um mecanismo próprio para ressarcimento de prejuízos.

A despeito disso, cabe destacar que: (a) os arts. 138 e 139 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) determinam a publicidade das demonstrações financeiras do mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e (b) o art. 140 estabelece que a entidade administradora pode se ressarcir das despesas decorrentes da administração do mecanismo por meio de uma taxa de administração, anualmente submetida à aprovação da CVM, que deve se limitar ao custeio das despesas incorridas em razão da administração do fundo.

3.9. Alteração do funcionamento do MRP (item 3.4 do Edital)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No edital da audiência pública, a CVM colocou em discussão propostas de aperfeiçoamento do regulamento do MRP. Sem prejuízo do envio de outras sugestões, a CVM solicitou manifestação do mercado sobre os seguintes assuntos: (a) fixação de valor de ressarcimento idêntico ao ressarcido pelo Fundo Garantidor de Créditos, a despeito da natureza distinta desses mecanismos; (b) ampliação das hipóteses de ressarcimento em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil (BCB), considerando o saldo em conta corrente independentemente de sua origem; e (c) adequação do critério de correção constante do regulamento do MRP e fixação do termo inicial da correção como sendo a data da ocorrência do prejuízo a ser indenizado.

ATS acredita que a aproximação dos regimes de funcionamento do FGC e do MRP simplifica e amplia a proteção dos investidores.

B3 e BSM não se opõem à fixação de valor de ressarcimento idêntico ao do FGC, bem como com a fixação do termo inicial da correção na data da ocorrência do prejuízo a ser indenizado por ser a prática adotada nos cenários internacionais pesquisados pelas participantes.

ANBIMA afirma ser contrária à equiparação dos valores de ressarcimento do MRP com os praticados pelo FGC.

A participante entende que esses dois mecanismos tratam de situações diferentes, já que o FGC busca a proteção de riscos de crédito dos emissores, com o objetivo de garantir a solvência e solidez do sistema financeiro, evitando a chamada “corrida aos bancos” em caso de problemas com determinada instituição, enquanto o MRP busca proteger os investidores do mercado de capitais de falhas operacionais, seja por parte dos intermediários e custodiantes ou de riscos decorrentes de ambiente de fragmentação do mercado organizado de bolsa.

A CVM agradece pelas contribuições, que serão consideradas nas discussões em andamento sobre conveniência de alterar determinadas características do MRP de maneira a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

fortalecer a percepção de segurança dos investidores quanto ao investimento no mercado de capitais.

Alguns Hedge, ANBIMA, ANCORD, B3 e BSM, Chediak Advogados e XP discordam da proposta de ampliar as hipóteses de ressarcimento em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo BCB, considerando o saldo em conta corrente independentemente de sua origem.

B3 e BSM entendem que não há razão para ampliar as hipóteses de ressarcimento nessa situação e propõem que a cobertura nesses casos seja uma decisão de cada entidade administradora de mercado.

Indicam que atualmente, em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo BCB, as corretoras estão amparadas pelo MRP, desde que o saldo disponível na conta corrente (conta gráfica) dos investidores seja proveniente de operações envolvendo ações. Apontam ainda que valores oriundos de TED, por exemplo, que ainda não foram utilizados em transações, não são passíveis de ressarcimento.

As participantes entendem que ampliar a cobertura a valores presentes nas contas correntes que não têm qualquer relação com operações realizadas na bolsa poderia representar um desvio de funcionalidade para o fundo, sobretudo porque os produtos de investimento comercializados por algumas corretoras não se restringem àqueles negociados em bolsa, sendo que muitas plataformas de investimento comercializam majoritariamente ativos de balcão, títulos públicos federais e alguns fundos de investimentos não cobertos pelo fundo.

ANBIMA, ANCORD, Chediak Advogados e XP também compreendem que a proposta daria ao MRP uma função que não lhe é própria, a de um fundo garantidor, capaz de ressarcir integralmente ao investidor os valores depositados na conta corrente do intermediário.

ANCORD salienta que a proposta também poderia não ser necessária, já que estaria em elaboração no BCB uma regra que mitiga o risco que a norma aponta ao obrigar a aplicação de todo o saldo em conta corrente em títulos públicos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Chediak Advogados entende que essa é uma proteção excessivamente ampla que pode, eventualmente, desestimular as atividades de intermediação no mercado de capitais.

XP acredita, por sua vez, que a previsão pode criar fricções e desequilíbrios em um mercado que envolve risco, na medida em que os investidores passariam a ter uma garantia praticamente ilimitada nos casos de prejuízos sofridos em decorrência de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial de determinado intermediário.

Em função disso, ANCORD e XP solicitam que o art. 39 seja excluído e que essa hipótese de ressarcimento seja incluída no art. 38 para que seja aplicada a ela os mesmos limites de ressarcimento previstos para as demais hipóteses.

Alguns Hedge salienta que a legislação do mercado financeiro já determina que as perdas dos investidores e credores em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo BCB sejam cobertas pelo patrimônio da instituição e dos seus administradores. Acrescenta que o BCB mantém um acompanhamento do nível de liquidez e solvência das instituições, permitindo uma ação rápida e eficaz.

Alguns Hedge acredita que a mutualização das perdas, não apenas por falhas operacionais, mas também por fraude ou crédito possibilitaria a blindagem do patrimônio da instituição e dos administradores, elevando o risco moral nas atividades do mercado. Salienta que essa modalidade de cobertura afetaria diretamente o patrimônio do MRP e transformaria o MRP de um seguro de liquidez para um seguro de crédito.

Os comentários foram acatados. A intenção do art. 39 não era oferecer proteção ilimitada para o saldo em conta corrente do investidor em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo BCB.

Em função disso, a redação do § 2º do art. 124 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) foi alterada para deixar o objetivo da norma mais claro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O inciso V do art. 38 inclui o descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente como nova hipótese de incidência do MRP.

ANBIMA, ANCORD e XP discordam da proposta por entenderem que ela amplia demasiadamente a responsabilidade dos intermediários, sendo exageradamente protetiva com o investidor. Alegam que mesmo os investimentos realizados de forma regular poderão ser questionados pelos investidores sob a alegação de estavam desenquadrados de seu perfil de risco.

ANBIMA, ANCORD e Chediak Advogados defendem que a verificação do cumprimento das obrigações de **suitability** pelos intermediários foge ao rol de competências da autorregulação legal já que o § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385 determina que a entidades administradoras de mercado organizado devem supervisionar as atividades de intermediação exercidas e a regularidade das operações realizadas no próprio mercado supervisionado vinculado ao autorregulador.

Para ANBIMA, o cumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente não se relaciona propriamente às operações realizadas em mercados supervisionados pelo autorregulador.

XP e Chediak Advogados acreditam que a previsão amplia demasiadamente a responsabilidade potencial dos intermediários.

Para a XP, a previsão pode possibilitar que investidores interessados tentem reaver prejuízos sofridos em decorrência de investimentos consciente e regularmente realizados. Isso porque o investidor 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.

Por esse motivo, XP entende que esse dispositivo deve ser excluído ou, alternativamente, deve ser alterado para indicar que o ressarcimento não será devido quando o investidor tiver anuído ou autorizado a realização da operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O MRP tem origem no fundo de garantia instituído pela Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966, e consiste em um mecanismo adicional para a proteção do investidor e para a promoção da confiança no mercado de capitais que não se confunde com o dever de autorregulação previsto no § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976.

Deve-se observar também que o dever do intermediário de verificar previamente a adequação da operação ou recomendação ao perfil do cliente já se encontra regulamentado na Resolução CVM 30, que indica as condutas que devem ser adotadas pelo intermediário para dar cumprimento à obrigação.

Não obstante, entendeu-se conveniente esclarecer na redação do inciso V do art. 124 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) que essa hipótese de ressarcimento não se aplica caso haja declaração expressa do cliente quanto à ciência da ausência, desatualização ou inadequação de perfil.

Dessa forma, a sugestão alternativa da XP foi acatada.

LGBTheusa sugere que o inciso V do § 1º do art. 41 seja alterado para prever que o regulamento do MRP deve conter regras que assegurem a independência e imparcialidade das análises e decisões, bem como a identificação de situações de conflitos de interesse.

Acredita que os princípios de imparcialidade, celeridade, simplicidade e eficiência devem permear o funcionamento do MRP.

No entanto, assevera que esses princípios não vêm sendo observados a contento dado: (a) os descumprimentos do prazo de decisão do pedido do MRP previsto no inciso III do art. 78 da Instrução CVM 461; e (ii) que a instrução e julgamento dos processos relativos ao MRP ocorre no âmbito de um mesmo órgão (diretoria de autorregulação), sem critérios claros e transparentes de segregação de funções.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

LGBTheusa sugere ainda a alteração do inciso II do § 1º do art. 41 para que o regulamento do MRP também disponha a preclusão e revelia, fazendo com que os efeitos da revelia não abranjam as questões de direito, tampouco impliquem em renúncia a direito ou a automática procedência do pedido de MRP, mas sim, acarretem a presunção relativa de veracidade dos fatos alegados pelo investidor.

O participante acredita que o fato de os intermediários possuírem melhores condições para produção de prova para eventualmente desconstituir o direito do investidor no âmbito do processo de MRP, revela que a preclusão e os efeitos da revelia podem aprimorar o processo do MRP, contribuindo para evitar conduta protecionista ao intermediário.

Com exceção da sugestão para que o regulamento do MRP também disponha a preclusão e revelia, os comentários não foram acatados.

Cabe observar que o inciso I do art. 22 (cujo conteúdo foi incorporado no inciso I do art. 52 da versão final da Minuta A) determina que o código de conduta, aplicável a todos os seus funcionários, prepostos relevantes, administradores e conselheiros, deve conter regras sobre o exercício das funções e sobre as hipóteses de impedimento por conflito de interesses.

O § 2º do art. 25 (cujo conteúdo foi incorporado no § 1º art. 70 da versão final da Minuta A) prevê que o regulamento processual do departamento de autorregulação pode atribuir competência ao diretor de autorregulação para aplicação de sanção em determinados casos, mas determina que, nesse caso, deve ser dada competência ao conselho de autorregulação para julgar recursos contra as decisões desse diretor.

Ressalta-se que os prazos previstos no inciso III do art. 78 e no § 1º do art. 83 da Instrução CVM 461 para a análise, respectivamente, de pedidos de ressarcimento à entidade administradora de mercado organizado de bolsa e de recursos formulados à CVM atualmente não refletem o crescimento que se observou, desde a edição da Instrução, no número de investidores que participam do mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em função disso, na versão final da Minuta A os prazos acima mencionados foram revistos levando em conta o atual cenário e fixados, respectivamente, em 100 e 180 dias úteis.

ANBIMA, ANCORD e XP solicitam a exclusão do § 1º do art. 42 que estabelece que a demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita, ainda que tenha recebido avisos, extratos e notas de corretagem relativos à operação reclamada.

De acordo com ANBIMA e Chediak Advogados, esse dispositivo garante ao investidor o direito de ingressar com reclamação independentemente do seu conhecimento sobre a operação.

XP manifesta que a previsão é extremamente protetiva e estimula um comportamento potencialmente irresponsável do investidor.

Chediak Advogados salienta que, não obstante os inegáveis benefícios gerados pelo Código de Defesa do Consumidor, essa legislação influenciou o nascimento de uma geração de consumidores abusivos e litigantes contumazes.

O escritório entende que a CVM precisa refletir se investidores que aplicam recursos em bolsa de valores devem ser tratados como consumidores hipossuficientes e, portanto, se é conveniente assegurar-lhes proteção tão ampla como aquela prevista no § 1º do art. 42. Chediak Advogados acredita que a prerrogativa colocada não é justa e nem eficiente.

Os comentários não foram considerados válidos. O comando do § 1º do art. 42 (cujo conteúdo foi incorporado no parágrafo único do art. 129 da versão final da Minuta A) apenas explicita o entendimento que já vem sendo aplicado na análise de pedidos de ressarcimento, dado que o art. 2º do Regulamento do MRP prevê que o investidor pode pleitear o ressarcimento de seu prejuízo no prazo de dezoito meses, a contar da data da ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao prejuízo.

ANBIMA, ANCORD, Chediak Advogados e XP propõem que o rito processual do MRP previsto no art. 42 seja modificado de forma a prever que não só o reclamante, mas também a reclamada,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pode apresentar em até 30 dias recurso à CVM da decisão que tiver deferido ou indeferido o pedido de ressarcimento.

ANCORD e XP defendem que as regras processuais do MRP, especialmente no que se refere às hipóteses de recursos e oportunidades de manifestação das partes devem ser aprimoradas, de forma que o direito ao contraditório e ao devido processo legal da reclamada e do reclamante sejam equivalentes.

Chediak Advogados indica que a ausência de tratamento equivalente a reclamante e reclamada gera um desequilíbrio processual relevante que desincentiva o desenvolvimento do mercado.

XP salienta que esse desequilíbrio já é identificado nas regras atualmente em vigor que regem os processos do MRP conduzidos pela BSM. De acordo com a participante, nesses processos, as reclamações apresentadas por investidores são elaboradas muitas vezes sem observar todos os elementos necessários, o que prejudica até mesmo a compreensão da reclamação. Para a XP, a falta de sanções e incentivos ao ressarcimento também estimulam a apresentação de reclamações frívolas ou sem fundamento.

ANBIMA afirma que o § 2º do art. 42 cria um desequilíbrio processual injustificado e desrespeita o princípio da ampla defesa ao prever o direito de recurso à CVM somente ao reclamante. Destaca que, atualmente, as regras do MRP já preveem mais oportunidades de recurso ao reclamante, já que são dadas quatro oportunidades de recurso ao reclamante, enquanto a reclamada pode recorrer em apenas uma situação.

XP sugere que o sistema do MRP seja compatibilizado com os princípios constitucionais e com as regras da Lei nº 9.784, de 1999, com a alteração da redação do § 2º do art. 42, § 2º para prever que o reclamante e a reclamada terão oportunidades equivalentes de recursos.

Aldus Hedge também sugere que seja ampliado o direito de recurso para alcançar não apenas o reclamante, mas também o reclamado, que considere a decisão de ressarcimento injusta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

e que deseje uma avaliação pela CVM. Ressalta que a medida se alinharia com as regras do direito brasileiro que oferece um amplo direito de defesa, ao contraditório e ao recurso de decisão.

As sugestões não foram acatadas. A possibilidade de o investidor formular recursos à CVM das decisões da BSM quanto a pedidos de ressarcimento ao MRP foi instituída por se reconhecer que, em grande parte das vezes, os intermediários possuem conhecimento técnico e recursos profissionais para defesa que são acessíveis a todos os investidores. Além disso, essa dinâmica já era prevista na Instrução CVM 461 e, neste particular, seu funcionamento tem sido satisfatório.

Assim, a redação proposta para o art. 42 foi mantida e incorporada no art. 132 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

3.10. Taxa de administração do MRP (art. 48)

A redação do **caput** e do parágrafo único do art. 48 indicam que a taxa de administração aplicada pela autorregulação unificada sobre o patrimônio do MRP deve se limitar ao custeio das despesas decorrentes da administração desse mecanismo.

B3 e BSM entendem que é de interesse dos participantes de mercado e investidores que os valores decorrentes da taxa de administração do MRP sejam empregados também na manutenção da estrutura da autorregulação unificada, uma vez que competirá a esta a gestão do MRP, nos termos do art. 37.

Alegam que a BSM, ao utilizar valores oriundos da taxa de administração incidente sobre o patrimônio do MRP para o custeio geral de todas suas atividades (supervisão, fiscalização e orientação de participantes, além das próprias despesas de administração do contencioso do MRP), mitiga os sinistros contra o MRP, uma vez que a certeza de uma fiscalização eficiente aumenta o investimento, pelos participantes, em medidas de governança e controle. B3 e BSM acrescentam que isso termina diminuindo as eventuais contribuições dos participantes de mercado para o MRP ao longo do tempo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA, por sua vez, entende que os recursos do MRP devem ser utilizados exclusivamente para a proteção dos investidores, incluindo o custeio de atividades educacionais, de modo que esses recursos não podem ser destinados ao financiamento das atividades da autorregulação unificada.

A sugestão da B3 e BSM não foi acatada tendo em vista que o Colegiado aprovou, em 5.10.2021, proposta da BSM de alteração da forma de cálculo da taxa de administração incidente sobre o patrimônio do MRP, em linha com o parágrafo único do art. 48 da Minuta B, cujo conteúdo foi incorporado no parágrafo único do art. 140 da versão final da Minuta A.

3.11. Penalidades (art. 51)

Alguns Hedge sugere alteração da redação do § 2º do art. 51 para que, ao invés de vedar a possibilidade de recurso à CVM contra penalidades aplicadas pela autorregulação unificada, o dispositivo passe a autorizar o recurso à Autarquia.

A sugestão não foi acatada. A vedação à interposição de recursos à CVM já se encontrava prevista no § 3º do art. 49 da Instrução CVM 461.

Conforme consta do relatório da audiência pública que deu origem à Instrução CVM 461, a vedação à interposição de recurso à CVM contra decisões do conselho de autorregulação procura preservar a capacidade de a autarquia iniciar processos administrativos e aplicar penalidades contra as mesmas pessoas, em decorrência dos mesmos fatos, nos casos em isso se mostre necessário.

Em função disso, o comando do § 2º do art. 51 foi incorporado no § 2º do art. 76 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

3.12. Regulamento processual e termos de compromisso (inciso III do art. 53)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Algus Hedge entende que deveria ser vedado à autorregulação unificada o estabelecimento de termo de ajustamento de conduta, de forma que as multas aplicadas pela entidade autorreguladora somente poderiam se referir às infrações cometidas contra as normas supervisionadas pela entidade.

O comentário não acatado. O termo de compromisso contribui para que os conflitos existentes sejam solucionados com maior celeridade, bem como para a cessação da prática de atos considerados irregulares e a correção dos atos praticados, inclusive por meio de indenização.

Em função disso, o comando do inciso III do art. 53 foi mantido na alínea “b” do inciso I do art. 70 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461).

XP acredita que algumas falhas observadas no regulamento processual da BSM deveriam ser aperfeiçoadas na norma, uma vez que provavelmente a BSM exercerá a autorregulação unificada, caso o modelo seja adotado.

Afirma que há situações de potencial conflito, uma vez que a BSM integra a estrutura da B3 e a influência que a bolsa exerce sobre a governança da BSM pode, em tese, comprometer sua atuação. Alega ainda que há um afastamento da BSM em relação aos participantes do mercado.

XP também ressalta que o diretor de autorregulação, que é o responsável pela elaboração das acusações, integra o Conselho de Supervisão da BSM e que as turmas desse conselho, responsáveis por julgar processos administrativos disciplinares, são compostas por 3 conselheiros sorteados dentre os membros do conselho. XP entende que a participação da pessoa responsável pela elaboração das acusações no conselho, e eventualmente em uma de suas turmas, enseja uma clara situação de conflito.

Alega também que os recursos de decisões proferidas pelas turmas em processos disciplinares são julgados pelo pleno do Conselho de Supervisão da BSM, inclusive por aqueles que participaram do julgamento do processo na turma. XP salienta que na CVM, por exemplo, os



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

recursos contra decisões do Colegiado são julgados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, entidade apartada e independente.

De acordo com a XP, na BSM, eventuais interações entre a defesa e o conselho de supervisão são sempre acompanhadas pela acusação, e o agendamento de reuniões com membros do conselho precisa passar pelo crivo do diretor de autorregulação.

A participante também indica que na BSM, o corpo jurídico que auxilia a elaboração da acusação também auxilia a elaboração dos votos dos membros do conselho de supervisão.

Os comentários foram parcialmente acatados. No entanto, a CVM observa que a norma possui alcance geral e não deve se prestar a corrigir supostas imperfeições identificadas em regulamentos específicos.

Aperfeiçoamentos devem ser feitos pelos próprios autorreguladores de moto próprio ou mediante determinação da CVM. A BSM, por exemplo, concentra a estrutura de autorregulação da B3 e tem seguido as normas previstas na Instrução CVM 461 destinadas a mitigar o risco de conflito de interesses, tal como a presença de 2/3 de membros independentes e a ausência de subordinação aos órgãos da administração da entidade reguladora.

Identificado um ponto passível de aperfeiçoamento nos regulamentos de quaisquer departamentos de autorregulação, a alteração deverá ser devidamente justificada. A título de exemplo, destaca-se a decisão proferida, na reunião de 20.07.2021, em que o Colegiado da CVM aprovou a alteração do art. 21 do regulamento processual da BSM para a criação da Instância Recursal, que passou a ser competente para julgar recursos de decisões das turmas. A Instância Recursal é composta por, no mínimo, quatro membros do conselho de supervisão, sendo, no mínimo, dois terços de independentes. Os conselheiros que atuam no julgamento da turma em primeira instância não participam da Instância Recursal.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ressalta-se que, na versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461), foi mantida a proposta do art. 33 da Minuta B, e o art. 63 prevê que o diretor de autorregulação não pode ser membro do conselho de autorregulação.

3.13. Divulgação de informações (art. 54)

MFCap afirma que a IOSCO recomenda que as entidades autorreguladoras devem publicar suas regras internas, suas ações de natureza disciplinar, os programas educacionais implementados e seu plano de trabalho (com a indicação das atividades previstas e seus objetivos, forma de atuação e custos envolvidos). De acordo com a participante, o objetivo é promover os princípios da prestação de contas e da transparência, e mitigar riscos de conflitos de interesses inerentes a essa atividade.

MFCap entende que a proposta da norma quanto à divulgação de informações sobre o funcionamento e as atividades da entidade autorreguladora é limitada. Cita que a ANBIMA publica relatórios periódicos de atividades, demonstrações financeiras, termos compromisso firmados, cartas de recomendação emitidas e dados dos julgamentos realizados.

Em função disso, sugere que o art. 54 seja alterado para passar a prever também a divulgação das seguintes informações e documentos: (a) regulamentos de que tratam os incisos I, III, IV, V e VII do art. 53; (b) relação dos membros do conselho de autorregulação e da câmara consultiva, acompanhada do currículo resumido; (c) versões sintéticas ou com informações agregadas do orçamento anual da entidade autorreguladora, da proposta de plano de trabalho anual e dos relatórios mensais descritivos das atividades de supervisão; (d) relatório anual de prestação de contas; (e) as ementas, os relatórios e os votos relativos às decisões de julgamento de processos administrativos disciplinares, à apreciação de termos de compromisso e aos pedidos ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos; e (f) íntegra de todas as manifestações recebidas, as análises realizadas e conclusões das audiências públicas das normas elaboradas pela entidade.

Propõe também que a norma atribua competência à SMI para especificar a forma e os prazos máximos para a divulgação das informações previstas no art. 54.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão foi parcialmente acatada. Dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada, conforme comentado no item 3.1 deste relatório, incluiu-se no art. 68 da versão final da Minuta A (que substituirá a Instrução CVM 461) a obrigação das entidades administradoras de mercado organizado de divulgar algumas das informações sugeridas que se entendeu aplicáveis ao departamento de autorregulação.

3.14. Cronograma de adaptação (art. 56)

O art. 56 prevê que, no prazo de até 3 meses após a entrada em vigor da norma, as entidades administradoras de mercado e as operadoras de infraestrutura que estejam em funcionamento devem indicar à CVM a instituição que exercerá as atividades de regulação e supervisão previstas na norma, com apresentação de proposta de cronograma para a realização das adaptações necessárias ao cumprimento de suas disposições.

Embora entendam que cada entidade deveria ter a liberdade de montar a sua própria estrutura autorregulatória, de acordo com a sua estratégia e modelo de negócios, B3 e BSM colocam-se à disposição para a prestação de serviços de autorregulação a quaisquer novos entrantes, seguindo as diretrizes propostas em sua manifestação.

Não obstante, apontam que a norma não esclarece os critérios e o processo de escolha da entidade que exercerá a autorregulação unificada caso alguma outra entidade que não a BSM queira se candidatar para desempenhar a função. De acordo com a B3 e a BSM, a redação proposta pode levar a uma interpretação de que, caso outra entidade queira formar uma nova associação que não a BSM para exercer a autorregulação unificada, a B3 seria obrigada a aderir a esse novo autorregulador. As participantes entendem que a B3 não deveria ser obrigada a desmontar toda a estrutura da BSM, descartando anos de investimento e conhecimento acumulado, para então se vincular a uma nova entidade autorreguladora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

ATS compreende que a norma precisa prever regras claras e objetivas de transição entre os modelos atual e futuro de autorregulação, visando reduzir riscos e indefinições regulatórias e operacionais para os atores de mercado.

Assim, propõe que o art. 56 seja alterado para prever que:

(a) no prazo de 2 meses a partir da entrada em vigor da nova norma as entidades administradoras de mercado organizado e as entidades operadoras de infraestrutura em funcionamento devem apresentar à CVM um plano de adaptação contendo: (i) a indicação da instituição que exercerá as atividades de regulação e supervisão previstas na norma; (ii) as propostas de representantes no conselho de autorregulação, considerando o disposto no inciso III do art. 26, e de diretor de autorregulação; e (iii) o cronograma para realização das adaptações necessárias ao cumprimento das disposições previstas na norma;

(b) a CVM aprovará o cronograma de adaptação em até 2 (dois) meses; e

(c) a instituição que exercerá as atividades de autorregulação deverá estar em pleno funcionamento no prazo de até 3 (três) meses após a entrada em vigor desta Instrução.

BBCE sugere que o prazo de 3 meses previsto no art. 56 seja aumentado para um ano pelo menos, pois entende que 3 meses é um intervalo demasiado curto para adaptação das estruturas de autorregulação existentes. Caso a proposta da existência de uma autorregulação unificada seja aprovada, propõe que a transição seja vinculada ao advento de determinadas condições, de forma que a autorregulação unificada poderia ser aplicável apenas se e quando surgir uma **clearing**.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CSDBR entende que a BSM não é indicada para exercer a autorregulação unificada pelos seguintes motivos:

(a) a BSM está localizada no mesmo prédio da B3, possui em sua alta liderança, corpo diretivo e conselho de supervisão, membros ou ex-membros da B3, diretores ou ex-diretores de instituições financeiras, além de sua câmara consultiva de mercado ser constituída apenas pelas corretoras de maior representatividade, o que evidencia a falta de independência na constituição do órgão, bem como existência de conflito de interesses na tomada de decisões relativamente aos concorrentes.

(b) a BSM, na medida que é uma empresa do grupo B3, possui a mesma cultura de atuação da B3, tem a estrutura de gestão e gerenciamento de recursos humanos custeado pela B3, através de contratação, remuneração e bônus de seus executivos, evidenciando não apenas o pagamento de salários altos à executivos comprometidos e com visíveis conflitos de interesse, gerando grande insegurança jurídica ao mercado.

Para a CSDBR essa estrutura inviabiliza o nascimento de novos concorrentes e impossibilita que a BSM exerça o papel de entidade autorreguladora, tal como proposto no novo normativo.

Caso a CVM não entenda assim, CSDBR sugere que haja uma intervenção integral na BSM, pelo período que a CVM entender necessário, para promover a reestruturação da BSM por meio: (a) da renovação de toda sua estrutura organizacional, de governança, de riscos e controles internos, de **compliance**, de recursos humanos, tecnológica e demais áreas correlatas; ou (b) da constituição de uma nova empresa dentro da estrutura da BSM, mas com estruturas totalmente apartadas, sem qualquer possibilidade de realocação de pessoal, desde a alta liderança até o operacional.

De acordo com a participante, nesse período, todas as contratações deveriam ser objeto de aprovação pela CVM, que manteria uma equipe de fiscalização e supervisão própria para a fiscalização dos trabalhos realizados pela BSM, pelo período de no mínimo 5 anos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

3.15. Entrada em vigor da norma (art. 58)

SEAE/ME entende que a adoção da autorregulação unificada, conjugada à manutenção da proibição de negociação simultânea de ações em mercados de bolsa organizados existente no § 4º do art. 57 da Instrução CVM 461, poderia representar uma barreira à entrada para os interessados em abrir capital e para aqueles que desejam criar um mercado de bolsa. Por esse motivo, o modelo de autorregulação proposto poderia conflitar com o inciso I do art. 4º da Lei de Liberdade Econômica.

SEAE/ME entende, contudo, que a Minuta A, ao revogar a Instrução CVM 461, fica em linha com a melhores práticas regulatórias e concorrenciais. Por esse motivo, sugere que as Minutas A e B entrem em vigor simultaneamente.

O comentário perdeu objeto, dado que se optou por não adotar a autorregulação unificada conforme comentado no item 3.1 deste relatório.

4. Comentários à Minuta C

4.1. Alteração do art. 19 da Instrução CVM 505, atual art. 20 da Resolução CVM 35 (art. 1º)

Embora tenha mantido o regime de melhor execução de ordens existente na Instrução CVM 505 por considerá-lo adequado ao contexto brasileiro, a Minuta C propôs aperfeiçoamentos em seus arts. 19 e 20 (atuais arts. 20 e 21 da Resolução CVM 35) para ajustar seu funcionamento a um ambiente de concorrência entre bolsas. Dentre esses aperfeiçoamentos, se destaca o estabelecimento do desembolso total como critério para aferição da melhor execução no caso de investidores de varejo (não considerados como qualificados pela regulamentação específica).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não obstante, o edital da audiência estimulou que os participantes se manifestassem sobre a adequação da minuta frente à alternativa do roteamento automático de ordens e da introdução de regra similar à **order protection rule**, uma disposição da **Regulation NMS**, adotada pela SEC em 2005, que, com algumas exceções, exige que as ordens de clientes sejam negociadas pelos intermediários nos ambientes que apresentem as melhores cotações.

ANBIMA, B3 e BSM, CFA, Chediak Advogados, FIA PTG, Optiver, Thierry Rijper, WFE e XP concordam com a não adoção de um modelo de **order protection rule** no Brasil. Por outro lado, ABFINTECHS e André Bacci são favoráveis à adoção de um sistema de roteamento de ordens.

CFA concorda com as mudanças propostas e entende que seria importante assegurar a aplicação do regime de **best execution** também nas operações realizadas com grandes lotes.

WFE acredita que um modelo de **order protection rule** seria inapropriado no contexto brasileiro, mas alerta para a necessidade de se garantir a existência de um regime regulatório que não distorça a concorrência e nem tenha como efeito o deslocamento artificial da negociação dos mercados que formam os preços de referência dos valores mobiliários.

Thierry Rijper apoia a manutenção do regime atual, desde que com diretrizes claras sobre o significado de melhor execução de ordens. Para o participante, uma vez que a responsabilidade da melhor execução é da corretora, deve ser explicitado em todas as negociações quais os custos de cada negociação incluindo o custo do **spread**. Além disso, para o participante, deve haver penalidades claras e substantivas para os corretores que não venham a aderir a esses princípios, pois é do interesse do mercado criar um ambiente de negociação seguro, principalmente para os investidores de varejo.

B3 e BSM concordam que não se deve exigir que o intermediário se vincule a todos os mercados em que as ordens de seus clientes poderiam ser executadas, tendo em vista que o modelo de **order protection rule** tem sido alvo de críticas por investidores e reguladores americanos, pois a operacionalização do roteamento de ordens traz complexidade, aumenta os custos para os intermediários (que são repassados aos investidores finais) e pode aumentar a fragilidade do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercado, além de levar à fragmentação excessiva dos mercados transparentes e ao crescimento de mercados não transparentes.

FIA PTG e Optiver concordam com a proposta de alocar as responsabilidades de melhor execução aos intermediários. De acordo com FIA PTG, uma abordagem flexível para a melhor execução geralmente funciona melhor do que um teste de preço único que pode não ser adequado para todos os participantes do mercado.

XP acredita que o sistema da **order protection rule** 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.

ANBIMA e Chediak Advogados consideram que a flexibilidade dada pela norma para considerar diferentes critérios e a não obrigatoriedade de conexão a todos os ambientes de negociação são medidas adequadas para o mercado brasileiro e estão alinhadas à evolução do debate sobre o assunto em outras jurisdições.

De acordo com ANBIMA, a **order protection rule** vem se mostrando um arranjo complexo, compatível com a extensão, grau de competição, profundidade e diversidade do mercado americano, mas que exige constantes ajustes de governança e incentivos internos para assegurar sua eficiência e qualidade.

Por outro lado, ABFINTECHS compreende que a adoção do roteamento automático de ordens e uma possível introdução de regra similar à **order protection rule** seria benéfica para o mercado brasileiro em cenário de competição. Para ABFINTECHS, a adoção de medida contrária seria prejudicial à concorrência e poderia até mesmo inviabilizar a entrada de competidores.

A participante comenta que o Canadá e o México adotam o modelo de **order protection rule** e estudos indicam que esse modelo fomentou a competição na velocidade de processamento de ordens, já que o roteamento requer que as bolsas implementem sistemas para executar a ordem pelo melhor preço em outro sistema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABFINTECHS acrescenta que a adoção do **order protection rule** teria a capacidade de: (a) fomentar a concorrência, viabilizando o surgimento de novas entidades administradoras de mercados organizados; e (b) fomentar a concorrência entre as administradoras de mercados organizados, gerando melhores preços e velocidade no processamento das ordens.

André Bacci também favorável ao sistema de roteamento de ordens e sugere que os dados de fim de dia venham acompanhados do “melhor preço centralizado”, equivalente nacional do **National Best Bid and Offer (NBBO)**, sistema que seria desejável na presença de múltiplas bolsas negociando os mesmos ativos. O participante sugere também que, no contexto de múltiplas bolsas, a melhor distinção seria quanto às ordens: (a) ordens simples, roteáveis (ordem a mercado e ordem limite); e (b) ordens complexas, não roteáveis (com instruções, condicionantes ou procedimentos adicionais).

A proposta de não adoção de um sistema semelhante à **order protection rule** foi mantida, por se concordar com os argumentos de que sua implementação em nosso mercado exigiria um alto custo de adaptação dos participantes, sem que maiores benefícios para os investidores fossem gerados, considerando os aperfeiçoamentos realizados no regime de melhor execução de ordens, inclusive quanto à disponibilização de informações para os clientes.

Esses custos de adaptação teriam um necessário impacto nos custos de entrada no mercado, razão pela qual deve ser relativizada a alegação de que não adoção de uma regra semelhante à **order protection rule** em nosso mercado seria prejudicial à concorrência.

No que diz respeito aos comentários sobre a necessidade de a norma prever penalidades claras e substantivas, não se entendeu necessário promover alterações normativas, uma vez que o art. 49 da Resolução CVM 35 (que substituiu a Instrução CVM 505) prevê que o descumprimento de seus arts. 21, 22 e 23 configura infração de natureza grave para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Também se esclarece que o art. 19 (atual art. 20 da Resolução CVM 35) se aplica a qualquer tipo de ordem, incluindo aquelas relacionadas à negociação de grandes lotes de valores mobiliários.

Algus Hedge sugere que a Minuta C inclua dois novos parágrafos no art. 19 da Instrução CVM 505, prevendo que: (a) para a execução de ordens com ativos negociados em mais de um mercado organizado também pode ser considerado o referencial de preços de ofertas que é fornecido pela fita consolidada, se esta estiver disponível, caso a condição esteja prevista nas regras de negociação do intermediário; e (b) a previsão de uso da fita consolidada como referencial de preços é vedada se o intermediário for direta ou indiretamente relacionado ao agente consolidador da fita de preços e ofertas.

Propõe também que a Minuta C inclua um art. 20-A na Instrução CVM 505 estabelecendo que as ordens relativas a valores mobiliários negociados em mercado de bolsa, quando executadas em mercado de balcão organizado, devem resultar em condições para o cliente que sejam iguais ou melhores do que as disponíveis na fita consolidada.

As sugestões não foram acatadas. Não se entendeu necessário prever na norma que a fita consolidada pode ser usada como referencial pelo intermediário, caso o serviço venha a ser prestado em nosso mercado. Isso porque a norma não impede que o intermediário lance mão de qualquer ferramenta disponível que o auxilie no cumprimento de seu dever de melhor execução de ordens.

ANBIMA, ANCORD, Chediak Advogados e XP defendem que a norma deveria permitir que os intermediários elaborem suas próprias políticas de execução de ordens, estabelecendo os critérios e regras que serão observados nas operações intermediadas, dando, obrigatoriamente, conhecimento aos clientes dessas políticas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANCORD entende que o cumprimento do dever de melhor execução de ordens deveria ser avaliado com base nos critérios previstos nessas políticas, que seriam revistas periodicamente e cujo teor seria dado conhecimento aos clientes.

ANCORD e Chediak Advogados ressaltam que a sugestão está em linha, inclusive, com as diretrizes do MiFID II, que estabelecem que a política de execução de ordens do intermediário deve incluir informações sobre as diferentes plataformas em que o intermediário executa as ordens dos seus clientes, os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação e o modo como as ordens serão executadas. Acrescentam que a diretiva também exige que os intermediários obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação às suas políticas de execução de ordens.

Para ANCORD, caso a proposta a não seja aceita, a verificação do atendimento ao dever de melhor execução pelo intermediário se tornará excessivamente aberta, ensejando análises de caráter casuístico e aumentando a insegurança jurídica. Argumenta também que os intermediários precisariam implementar mudanças operacionais complexas para assegurar que todos os critérios sejam observados nas transações por eles realizadas em nome dos clientes.

Chediak Advogados acredita que a manutenção de critérios excessivamente abertos, embora configure um modelo melhor do que o regime americano, pode aumentar a insegurança na medida em que permite a investidores e ao regulador responsabilizar participantes por execuções de ordens efetivadas de maneira justificada, mas que, eventualmente, não tenham observado algum dos critérios dispostos na regulamentação.

ANCORD e XP entendem que o intermediário não deveria ser obrigado a analisar todos os critérios previstos para aferir qual a melhor maneira de executar cada ordem, dado que tal sistema seria ineficiente, traria grandes obstáculos operacionais aos intermediários e possivelmente aumentaria os custos dos Investidores.

A norma estabelece os critérios que devem ser considerados pelos intermediários para proporcionar a melhor execução para as ordens de seus clientes. Todos esses critérios devem ser



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

sopesados pelo intermediário, não lhe sendo facultado ignorar, a priori, qualquer dos critérios elencados. A norma permite, no entanto, que o intermediário estabeleça outros fatores que sejam relevantes para proporcionar a melhor execução da ordem. Especificamente no que tange aos investidores considerados como não qualificados, o critério que deve ser considerado como fator preponderante para aferição da melhor execução é o desembolso total pela operação, que é facilmente compreendido pelo investidor de varejo.

No que se refere aos custos de adaptação, deve-se considerar que a norma prevê prazo de 180 dias para sua entrada em vigor. Isso foi feito para oferecer aos intermediários tempo hábil para o desenvolvimento de regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens visando ao cumprimento da norma e à obtenção das melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes.

A atuação dos intermediários nos casos concretos será analisada levando em conta o alinhamento das regras, procedimentos e controles internos desenvolvidos pelo intermediário com os critérios estabelecidos na norma e a efetiva aplicação dessa política nas ordens executadas.

ANBIMA salienta que a nova redação proposta para o **caput** do art. 19 da Instrução CVM 505 (atual art. 20 da Resolução CVM 35) determina a execução de ordens nas melhores condições permitidas pelo mercado, inclusive quando estas forem distintas das indicadas pelo cliente. Para a participante, essa exigência pode ensejar situações em que a busca das melhores condições seja contraproducente para o atendimento da ordem, resultando em ineficiências e riscos para ambas as partes.

Argumenta também que a decisão quanto aos termos de execução de uma ordem, por parte do cliente, pode levar em conta outros fatores não necessariamente alinhados àqueles considerados pelo intermediário.

Assim, ANBIMA sugere ajuste na redação do **caput** do art. 19 da Instrução CVM 505, bem como a inclusão de novo § 3º nesse artigo, para possibilitar que o intermediário: (a) dê preferência



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

à execução da ordem nas condições indicadas pelo cliente quando essa opção for por ele manifestada; e (b) forneça ao cliente as informações com relação à execução da ordem, na forma prevista em suas regras, procedimentos e controles internos.

ANBIMA ressalta que essas sugestões estão em linha com a regra atual europeia e australiana que seguem esse modelo.

FIA PTG e Optiver defendem que investidores qualificados que negociam seu próprio capital deveriam ter controle sobre quando e como suas ordens são executadas. Para os participantes, a regra de melhor execução não deveria exigir que o intermediário decida para qual mercado encaminhar uma ordem quando um cliente profissional instrui que a ordem seja enviada a um determinado mercado.

ATS sugere que a norma adote exigências semelhantes à MiFID II para que os intermediários “tomem todas as medidas suficientes” para obter a melhor execução, em vez de apenas exigir que executem as ordens de acordo com as melhores condições possibilitadas pelo mercado.

Assim, sugere que o § 1º do art. 19 seja excluído e o que o **caput** desse artigo passe a prever que intermediário deve tomar todas as medidas suficientes para obter, no âmbito do processo de execução de ordens, o melhor resultado possível para seus clientes, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para a execução das ordens.

Os comentários foram considerados pertinentes. Foram realizadas alterações no art. 20 da Resolução CVM 35 (que substituiu a Instrução CVM 505) para que, dentre outros, esse artigo passe a dispor, em linha com o art. 27 da MiFID II, que o intermediário:

(a) deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas adequadas e suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(b) deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente, quando houver instrução específica.

ANBIMA também sugere que a expressão “instrumento financeiro” seja substituída por “valor mobiliário” no § 2º do art. 19 da Instrução CVM 505 (atual art. 20 da Resolução CVM 35).

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

B3 e BSM compreendem que no caso do investidor de varejo o conceito de **total consideration** poderia ser um critério mais benéfico para aferir a melhor execução do que o desembolso financeiro total adotado na norma, pois aquele conceito leva em conta outras vantagens ao investidor que não podem ser auferidas em termos financeiros.

B3 e BSM salientam que a abordagem estrita do desembolso total da operação para investidores não qualificados apresenta limitações relevantes.

Alegam que, em um cenário em que haja duas plataformas de negociação e elas direcionam as suas operações a câmaras de compensação e liquidação distintas, a eficiência de capital obtida pelo investidor ao concentrar todas as suas operações em uma única CCP pode ser mais relevante quando comparada ao desembolso total.

As participantes comentam que essa vantagem é clara para investidores que realizam operações de **day trade**, uma vez que a liquidação ocorre por diferença financeira. De acordo com B3 e BSM, um investidor de varejo com perfil de negociação mais agressivo pode desejar consolidar os seus negócios em uma mesma plataforma de negociação para maximizar os descontos concedidos dependendo da tabela de preços.

As participantes salientam que o intermediário não tem como saber de antemão se a ordem de seu cliente se tornará uma operação de **day trade** e, se a regra de melhor execução for baseada exclusivamente no desembolso total, o investidor pode não vir a se beneficiar da eficiência de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

capital e descontos mencionadas acima, caso as operações de compra e venda sejam executadas em plataformas diferentes.

B3 e BSM argumentam que, em momentos de instabilidade financeira, a velocidade e probabilidade de execução tendem a ser fatores mais importantes do que o custo de realização da operação.

Assim, acreditam que uma regra de melhor execução baseada somente no preço e nos custos de negociação pode ser muito restritiva para investidores mais sofisticados e **day traders** – ainda que de varejo – pois estes deveriam ter a possibilidade de priorizar aspectos como eficiência de capital (no caso de haver mais de uma CCP), velocidade e probabilidade de execução e nível de serviços oferecido pela entidade administradora de mercado, em detrimento da regra de desembolso total.

B3 e BSM alegam que, por esse motivo, alguns países adotaram critérios adicionais ao conceito de custo total de operação dentro da regra de melhor execução, tal como a Austrália (além do custo total da transação, outros itens podem ser considerados de acordo com o Regulatory Guide 265, item 146, como, por exemplo, velocidade e probabilidade de execução) e a Europa (o MiFID estabelece que velocidade, probabilidade de execução e liquidação, tamanho e natureza da ordem, impacto no mercado e outros custos de transação implícitos podem ser, juntamente ao desembolso total da operação, de extrema importância na análise de melhor execução).

As participantes propõem que o regime de melhor execução aplicável aos investidores não qualificados seja igual ao que a Instrução CVM 505 estabelece hoje para os investidores qualificados, ajustado com a adição de novos fatores para ambos os casos. Para tanto, sugerem que seja acrescida no § 1º do art. 19, como critério adicional para aferir as melhores condições para a execução do negócio, o nível de serviço da administradora de mercado e concentração de operações em uma mesma contraparte central e qualquer outra consideração que entenda relevante para execução da ordem.

Caso se mantenha a diferenciação dos regimes de melhor execução entre investidores qualificados e não qualificados, B3 e BSM sugerem que os investidores não qualificados possam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

escolher, perante seu intermediário, entre o modelo de melhor execução que considere apenas desembolso financeiro ou modelo idêntico ao do qualificado.

Para ANCORD e XP, o tratamento diferenciado para execução de ordens de investidores de varejo pode ensejar dificuldades operacionais relevantes para os intermediários. Salientam que o próprio intermediário poderia realizar essa diferenciação no âmbito das suas políticas.

O desembolso total pela operação foi mantido por ser um critério objetivo e aferível pelo investidor não considerado como qualificado e está alinhado ao que dispõe o art. 27 da MiFID II.

De qualquer forma, é necessário observar que a avaliação do critério do desembolso total da operação previsto no § 1º do art. 20 não exime o intermediário da consideração das demais condições estabelecidas no **caput** do mesmo artigo, como é o caso da rapidez, probabilidade de execução e liquidação e outras considerações relevantes. Assim, quando as circunstâncias assim o exigirem, a ênfase no critério de desembolso total não impede que seja dada precedência a outros critérios mencionados no **caput**, caso eles sejam determinantes para a execução no melhor interesse do cliente.

B3 e BSM defendem que a corretagem e outros custos cobrados pelos intermediários não devem ser considerados no cumprimento da regra de melhor execução em linha com o MiFID II, que determina que os custos e comissões cobradas dos clientes pelo intermediário na execução de uma ordem não devem ser levados em conta na definição do roteamento de ordens para cumprimento da regra de melhor execução.

De acordo com as participantes, essa regra implica que os intermediários não têm flexibilidade para ajustar seus preços ou conceder descontos para ordens executadas em uma determinada plataforma de negociação para direcionamento do fluxo, evitando conflito de interesse.

B3 e BSM salientam que, se a regra de melhor execução incluir os custos de corretagem, os intermediários seriam capazes de ajustar seus preços como forma de direcionar o fluxo de ordens



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para uma determinada plataforma de negociação, potencialmente contornando o espírito da regra de melhor execução. Assim, sugerem que os custos cobrados pelos intermediários não sejam considerados no cumprimento da regra de melhor execução, fato que poderia ser esclarecido no próprio relatório desta audiência pública.

O comentário não foi considerado procedente. O art. 27 da MiFID II estabelece que nos mercados em que houver mais de um mercado organizado em que as ordens podem ser executadas, a aferição da melhor execução pelo intermediário deve levar em conta a corretagem e outros custos por ele cobrados para a execução da ordem em cada mercado.

*“For the purposes of delivering best possible result in accordance with the first subparagraph where there is more than one competing venue to execute an order for a financial instrument, in order to assess and compare the results for the client that would be achieved by executing the order on each of the execution venues listed in the investment firm’s order execution policy that is capable of executing that order, **the investment firm’s own commissions** and the costs for executing the order on each of the eligible execution venues shall be taken into account in that assessment”* (grifos aditados).

FIA PTG e Optiver entendem que o fluxo de varejo deveria ser direcionado aos mercados de bolsa. Salaria também que a fiscalização da aplicação da regra de melhor execução em ordens de investidores de varejo é fundamental para evitar práticas irregulares.

Não se entendeu pertinente obrigar que todas as ordens emitidas por investidores não considerados como qualificados na regulamentação específica sejam executadas em mercado de bolsa, dado que não se pode afirmar que as melhores condições para a execução das ordens desses clientes se darão sempre nessa categoria de mercado.

Assim, a sugestão não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

SL Tools propõe a inclusão de novo parágrafo no art. 19 para prever que não constitui violação do dever de **best execution** a execução de ordens que tenham por objeto ativos cujo preço de negociação não seja passível de determinação no momento da execução da ordem, incluindo, mas não se limitando, à negociação de valores mobiliários com base no preço médio ponderado pelo volume (**volume-weighted average price – VWAP**), determinado ao final de cada pregão.

SL Tools afirma que a negociação de ativos listados com base no VWAP é uma demanda antiga do mercado brasileiro que poderia ser endereçada na norma.

De acordo com o participante, nos EUA, a SEC Rule 611 excepciona expressamente do conceito de **protected quotation** as negociações realizadas com preço que não é passível de determinação no momento da realização da negociação.

SL Tools defende que transpor a regra em questão para o mercado brasileiro é medida importante para injetar liquidez no mercado e o “casamento” entre os preços de ativos listados (principalmente ações) com outros ativos cuja precificação é baseada nos ativos listados, tal como quotas de fundos de investimento que tenham por objeto investimento em ativos listados.

A sugestão não foi acatada por se entender que a preocupação do participante já está tratada no art. 20 da Resolução CVM 35, que diferencia o investidor de varejo do investidor considerado como qualificado na regulamentação específica.

XP sugere que seja incorporada na norma a decisão exarada pelo Colegiado, em caráter experimental, no âmbito das ofertas RLP onde se permitiu a exclusão da regra de não preterição para clientes institucionais mediante sua prévia e expressa anuência.

De acordo com a sugestão, a norma permitiria aos intermediários estabelecer, em suas respectivas políticas, a possibilidade de determinados tipos de investidores assinarem termos de ciência, por meio do qual aceitariam que suas ordens sejam preteridas em determinadas situações específicas e justificadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão não foi acatada. Conforme a participante indica, as ofertas RLP estão em fase de experimentação, tendo sido objeto de expansão para que se possa aferir de forma mais abrangente os resultados que o modelo pode proporcionar ao mercado brasileiro.

Por esse motivo, não é pertinente regulamentar a matéria antes que o Colegiado faça sua apreciação final sobre o assunto.

Ancord, Chediak Advogados e XP propõem que a norma preveja que o intermediário não possa ser responsabilizado pelo descumprimento do 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.

A preocupação dos participantes diz respeito ao período de latência, ou seja, ao tempo transcorrido entre o envio da ordem do cliente pelo intermediário e sua confirmação e liquidação. Ressaltam que, 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 de sua liquidação, podem ter ocorrido movimentos e mudanças no mercado capazes de afetar a qualidade da ordem emitida.

A sugestão não foi acatada, mas se esclarece que, havendo normalidade no funcionamento de seus sistemas e plataformas, a responsabilidade do intermediário pela latência está restrita ao tempo compreendido entre o recebimento da ordem do cliente e o envio da oferta ao ambiente ou sistema de negociação, não abrangendo momentos ou fatores sobre os quais o intermediário não tenha controle.

ATS sugere que a norma exija que os intermediários desenvolvam padrões de relatórios que auxiliem os investidores qualificados com as informações sobre o desempenho de suas corretoras. ATS comenta que essa exigência está presente nas normas Institucional 606 da SEC ou RTS 28 da Europa. De acordo com ATS, essas normas exigem que as corretoras relatem estatísticas de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

roteamento de ordens e de qualidade de execução periodicamente (mensalmente e trimestralmente, nos EUA e, anualmente, na Europa).

ATS sugere que a norma indique que as corretoras devem fornecer esses dados sob demanda ou ao mercado trimestralmente. De acordo com a participante, isso permitiria que os clientes obtenham os dados necessários para administrar seus negócios, evitando ao mesmo tempo que as corretoras divulguem informações excessivamente sensíveis do ponto de vista concorrencial. Para a ATS, os investidores estariam habilitados a entender, com o maior detalhamento possível, como as corretoras estão tratando suas ordens, e a forma como as corretoras administram as ordens dos clientes.

A sugestão não foi acatada, pois se entendeu que é desnecessária a regulamentação do assunto na norma, uma vez que a Resolução CVM 35 já disciplina a relação entre clientes e intermediários, inclusive no que diz respeito à prestação de informações.

Ressalta-se que necessidades pontuais de dados mais pormenorizados podem ser tratadas no âmbito da relação comercial, conforme a solicitação de cada cliente e o interesse do intermediário em diferenciar a qualidade dos seus serviços.

4.2. Alteração do Art. 20 da Instrução CVM 505, atual art. 21 da Resolução CVM 35 (art. 1º)

A nova redação proposta para o art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) prevê que os intermediários devem desenvolver regras, procedimentos e controles internos para assegurar que a execução de ordens se dê de acordo com os princípios indicados em seus incisos I a III.

ANBIMA considera correto o regime informacional proposto no inciso III que determina que os clientes devem ser informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados, ainda que o intermediário não seja autorizado a operar em todos eles.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA salienta, contudo, que a redação da norma suscita dúvidas sobre a necessidade de aplicação do dispositivo a cada uma das ordens recebidas, considerando os custos de observância dessa norma e levando em conta a dinâmica dos fluxos de ordens no mercado de valores mobiliários. ANBIMA defende que essa informação deveria ser dada de forma consolidada, de acordo com as regras e os procedimentos de atuação acordados com o intermediário, e não a cada ordem. Por esse motivo, solicita alteração da redação do inciso III do art. 20 para excluir a referência à ordem.

ANBIMA salienta compreender que o intermediário deve reunir as informações que atestem esforço de melhor execução a cada ordem e que, ainda que essas informações não sejam apresentadas ordem a ordem, o intermediário deve assegurar que estejam disponíveis para comprovação junto a seus clientes e que sejam providenciadas sempre que solicitadas, nos termos da regulamentação em vigor. Dessa forma, propõe a inclusão de novo inciso no art. 20 para indicar, em linha com o inciso VIII do art. 32 da Instrução CVM 505 (atual art. 33 da Resolução CVM 35), que o intermediário deve suprir seus clientes com informações referentes à execução das ordens na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas.

Alguns Hedge sugere que a redação do inciso III do art. 20 seja alterada para excluir a necessidade de informar os preços de todos os mercados, incluindo aqueles em que o intermediário não participe, por se tratar de uma atividade típica de um **market data vendor** e não de um intermediário.

O inciso III do art. 20 (atual alínea “b” do inciso III do art. 21 da Resolução CVM 35) exige apenas que o intermediário informe ao cliente sobre os diferentes mercados em que os valores mobiliários podem ser negociados, mesmo que ele não participe de todos eles.

Não obstante, entendeu-se conveniente aprimorar a redação do dispositivo para esclarecer que a informação deve estar disponível para o cliente, no site do intermediário ou nos aplicativos disponibilizados a clientes, sem a necessidade de ser dada a cada ordem. Assim, a sugestão da ANBIMA foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA propõe a inclusão de novo inciso no art. 20 para indicar, em linha com o inciso VIII do art. 32 da Instrução CVM 505 (atual art. 33 da Resolução CVM 35), que o intermediário deve suprir seus clientes com informações referentes à execução das ordens na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas.

A sugestão não foi acatada, pois não se entendeu necessário reproduzir no art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) o dever do intermediário já previsto no inciso VIII do art. 33 dessa mesma norma.

ANBIMA sugere que a expressão “interfaces”, utilizada no inciso III do § 4º do art. 20 e no **caput** do art. 34-A para se referir a outras formas de interação com clientes oferecidas, seja substituída por “formas de interação próprias”.

A sugestão foi parcialmente acatada. Preferiu-se alinhar a redação do inciso III do art. 20 e do **caput** do art. 34-A (atuais arts. 21 e 36-A), com a adotada no inciso XII do art. 33 da Resolução CVM 35 que faz referência a aplicativos ou “outras formas de interação com o cliente”.

A redação proposta para §§ 2º e 3º do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) indica que, em caso de concorrência de ordens, a prioridade para a execução deve ser determinada pelo critério cronológico. Havendo ordens concorrentes dadas simultaneamente, as ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade.

B3 e BSM salientam que existem determinados tipos de ordens que não necessariamente seguem o critério cronológico, como, por exemplo, as ofertas **Retail Liquidity Provider (RLP)** e os negócios diretos.

Assim, sugerem que a redação dos §§ 2º e 3º do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) seja ajustada para indicar que os regulamentos da entidade administradora



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de mercado aprovados pela CVM podem prever, em situações especiais, procedimentos diferentes para determinação da prioridade das ordens.

As sugestões foram acatadas e estão refletidas na redação final do § 2º do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35).

B3 e BSM sugerem que seja incluído novo parágrafo no art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) para prever que os intermediários devem, obrigatoriamente, informar a seus clientes: (a) os mercados e plataformas nos quais estão autorizados a operar; (b) como implementam a regra de melhor execução e os critérios para direcionamento de ordens; e (c) as razões que fundamentam a decisão de não se conectar a um determinado mercado (custos de conexão, baixo **market-share**, indisponibilidade de produtos etc).

ATS sugere que seja incluído novo inciso no § 1º do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) para exigir a divulgação pelo intermediário dos mercados em o intermediário participa.

As sugestões para a divulgação dos mercados em que o intermediário participa foi acatada e a exigência foi incluído na nova alínea “a” do inciso III do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35).

Não se entendeu necessário acatar a sugestão para a divulgação da forma pela qual o intermediário implementa a regra de melhor execução e os critérios para direcionamento de ordens, dado que o inciso X do § 1º combinado com o inciso III do § 4º do art. 20 da Instrução CVM 505 (atual art. 21 da Resolução CVM 35) já prevê que o intermediário deve divulgar os fatores que determinam a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando eles não forem indicados pelo cliente.

Também não foi acatada a sugestão para obrigar o intermediário a divulgar as razões que fundamentam sua decisão de não se conectar a um determinado mercado, tendo em vista que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

essa é uma decisão de negócio do intermediário e que a norma já promove um sistema adequado de proteção e de divulgação de informações para os investidores.

4.3. Inclusão dos arts. 21-A e 21-B na Instrução CVM 505, atual Resolução CVM 35 (art. 2º)

A norma propõe a inclusão de um art. 21-A na Instrução CVM 505 (atual Resolução CVM 35) para prever que os intermediários que atuem em mercado de balcão não organizado devem divulgar em sua página na internet: (a) as regras por eles elaboradas sobre melhor execução nos termos do art. 20; e (b) arquivo contendo dados de mercado sobre os negócios realizados nos últimos 18 meses. Propõe também a inclusão de um art. 21-B na Instrução CVM 505 para determinar que esses dados de mercado devem ser encaminhados também à CVM no formato e periodicidade indicada pela SMI.

ANBIMA comenta que há dúvidas quanto ao escopo e abrangência do art. 21-A, dado que poderia incluir quaisquer das hipóteses em que é permitida a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação, o que inclui, por exemplo, parte relevante das distribuições primárias de valores mobiliários, incluindo a distribuição primária de cotas de fundos de investimento.

Em função disso, sugere que o inciso II do art. 21-A limite o dever de divulgação de informações às negociações secundárias de valores mobiliários.

O comentário foi considerado pertinente e a redação do art. 22-A da Resolução CVM 35 foi modificada para se referir às negociações de valores mobiliários em mercados secundários.

ANBIMA propõe também a inclusão de parágrafo único no art. 21-A para prever que a SMI poderá, justificadamente: (a) estender o dever de divulgação a negociações primárias de valores mobiliários que não estejam admitidos nem sejam destinados à negociação em mercado organizado; ou (b) dispensar intermediários do dever de divulgação de que trata o inciso II do art. 21-A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não se entendeu necessário acatar a sugestão, tendo em vista a modificação realizada na redação do art. 21-A da Instrução CVM 505 (atual art. 22-A da Resolução CVM 35).

ANBIMA sugere que a redação do art. 21-B seja modificada para indicar que os dados de mercado que devem ser enviados à CVM são os relativos às situações alcançadas pelo inciso II do art. 21-A.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

4.4. Alteração do art. 30 da Instrução CVM 505, atual art. 31 da Resolução CVM 35 (art. 1º)

A norma propõe a inclusão de novo § 2º no art. 30 da Instrução CVM 505 para indicar que o intermediário não deve considerar, para fins da decisão quanto à melhor execução de ordem, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente.

Ancord e XP compreendem que a redação do dispositivo é vaga e 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 de ordens dos seus clientes.

A sugestão não foi acatada, dado que a norma dificilmente conseguiria antecipar todos os tipos de benefícios que poderiam se enquadrar no § 2º do art. 30 da Instrução CVM 505 (atual art. 31 da Resolução 35), o que possibilitaria a arbitragem regulatória.

De qualquer maneira, esclarece-se que quaisquer benefícios auferidos pelo intermediário que não sejam repassados ao cliente não podem nortear as decisões a respeito do mercado onde se dará execução de ordens dos seus clientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 e BSM compreendem que a regra de melhor execução também desempenha o papel de promover condições adequadas de competição entre plataformas de negociação e regular a conduta dos intermediários financeiros para com seus clientes.

Por essa razão, acreditam que a regulamentação deveria proibir quaisquer mecanismos que criem, ou possam criar, conflitos de interesse entre intermediários e investidores, tais como a concessão de rebates, o pagamento pelo fluxo de ordens ou a participação no resultado ou no capital de entidade administradora em decorrência do direcionamento de ordens para sua plataforma – ou seja, benefícios de qualquer natureza.

De acordo com B3 e BSM, em alguns mercados há um debate intenso a respeito do conflito de interesses gerado pelos rebates e o cumprimento da regra de melhor execução, sendo que outra consequência negativa é a distorção da descoberta de preço. As participantes salientam que os rebates levam à deterioração da qualidade do mercado através do aumento do cancelamento de ordens, pois alguns dos participantes de mercado negociam somente para capturar os rebates.

Assim, B3 e BSM sugerem que o art. 30 passe a vedar o pagamento por fluxo de ordens, ocorra ele através de modelos de tarifação ou através de modelos em que intermediários recebem qualquer espécie de participação no resultado ou no capital de entidade administradora de mercado em decorrência do direcionamento do fluxo de ordens para essa plataforma.

Salientam que essa proibição deve ser aplicada a todas as categorias de mercado organizado e a quaisquer tipos de investidor, visando a aplicação de regras equânimes, a fim de evitar o direcionamento de ordens a ambientes não submetidos à restrição.

A sugestão não foi acatada por se entender que a nova redação proposta para os arts. 19 e 20 e para o § 2º do art. 30 da Instrução CVM 505 (atuais arts. 20, 21 e 31 da Resolução CVM 35) já estabelecem um regime de proteção ao cliente adequado, inclusive por determinar que o intermediário não pode considerar para fins da apuração das melhores condições de execução de ordens benefícios de qualquer natureza não repassados aos clientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5. Versão definitiva de Resolução

As versões definitivas das Resoluções acompanham o presente relatório e podem ser consultadas na página desta audiência pública.

Rio de Janeiro, [*] de junho de 2022.

Assinado eletronicamente por

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado