

PARA: SGE
14.11.2013

DATA:

Assunto: Processo RJ 2004-140 – Revisão da Instrução CVM nº 168 sobre procedimentos especiais em bolsas de valores.

Introdução - A Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991

1 – O presente processo trata da revisão da Instrução CVM nº 168, de 1991, que regulamenta as operações sujeitas a procedimentos especiais em bolsa.

2 – Tais procedimentos buscam, conforme disposto no art. 8º, **caput**, da citada norma, o oferecimento de condições adequadas à participação equitativa dos investidores nas operações realizadas em bolsas de valores, bem como a observância de procedimentos específicos exigidos na legislação para determinadas operações.

3 – De forma mais concreta, a citada instrução prescreve uma série de procedimentos de leilão para operações que, dentre outras, possuam como características:

i) envolver lote significativo de ações ou direitos – seja pelo critério de média negociada dessa mesma ação ou direito nos 30 pregões antecedentes, seja pelo critério de relevância frente ao capital social ordinário ou preferencial da emissora, seja pela combinação dessas duas variáveis; ou

ii) representar acentuada oscilação de preço frente ao último preço negociado.

4 – A Instrução CVM nº 168, de 1991, além de estabelecer de forma minuciosa os parâmetros (percentuais) e procedimentos (duração dos leilões) a serem observados nos casos de leilão, estabelece que, para além dos casos previstos na instrução, as bolsas de valores poderiam estabelecer em suas normas regulamentares procedimentos especiais para outras operações efetuadas em seus pregões (art. 6º da Instrução CVM nº 168, de 1991). Cabe dizer que o Manual de Procedimentos Operacionais do segmento Bovespa da BM&FBovespa estabelece critérios adicionais para realização de leilões além dos estabelecidos pela Instrução CVM nº 168, de 1991.

5 – Não obstante tal prerrogativa conferida às bolsas, o texto da instrução e seus anexos são bastante prescritivos e detalhados quanto ao enquadramento a ser dado às operações passíveis de leilão e funcionam como regra geral mínima a ser adotada.

6 – O detalhamento, no corpo da própria norma, estabeleceu regras homogêneas aplicáveis a todas as bolsas em funcionamento num cenário, tal como o existente àquela época, em que conviviam mais de um centro de liquidez no mercado brasileiro.

7 – Para tanto a norma previu mecanismos de interação entre as bolsas, determinando, por exemplo, a comunicação entre elas nos casos de leilão (art. 8º, § 1º) e prevendo conceitos como a "média nacional" para efeito de aplicação do parâmetro "quantidade". Tais comandos possibilitavam a aplicação da instrução num cenário com múltiplos centros de liquidez.

Revisão da Instrução CVM nº 168, de 1991 - Audiência Pública 08/2005

8 – A proposta de revisão da Instrução CVM nº 168, de 1991, no âmbito do presente processo, se deu num cenário posterior à unificação das bolsas de valores com a conseqüente concentração das operações em um único centro de liquidez, e teve como princípio norteador, transferir para a autorregulação, a caracterização das operações e a definição dos procedimentos especiais.

9 – Nesse sentido, a minuta então proposta revogava a Instrução CVM nº 168, de 1991, e limitava-se a enunciar os princípios a serem observados pela autorregulação, deixando de contemplar o detalhamento das operações (como os percentuais e prazos), que passaria a constar de um regulamento de operações especiais a ser submetido à aprovação da CVM.

10 – Tal modelo, ao mesmo tempo em que propunha um papel maior às bolsas[1] na definição de tais normas – prestigiando o papel auxiliar das entidades autorreguladoras e reconhecendo a **expertise**, agilidade e experiência que possuem em questões operacionais e de pregão – coadunava-se com o cenário de uma única plataforma de negociação (para o segmento ações), que espelhava a realidade do mercado brasileiro naquela ocasião.

11 – A conclusão da análise da proposta levada à audiência pública em 2005 foi, num primeiro momento, colocada em **stand-by** para que fosse concluída a edição da nova regulamentação que disciplinaria os mercados regulamentados de valores mobiliários e disporia sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado (Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007).

12 – Tal instrução, que dá forma ao atual ambiente regulatório dos mercados organizados, veio ratificar a estrutura regulatória pretendida, em que a regra da CVM passaria a determinar as linhas gerais dos procedimentos especiais, enquanto as regras de negociação da bolsa passariam a cuidar do detalhamento pertinente. Neste sentido dispõe o art. 74,

inciso IV da citada instrução, ao comandar que as regras de negociação da bolsa devem "*fixar as variações de preços e quantidades ofertadas, em seu ambiente de negociação que for caracterizado como centralizado e multilateral, que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação, bem como os procedimentos operacionais necessários para quando tais variações forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela CVM em regulamentação específica.*" Eram tais condições mínimas, portanto, que se pretendia regular por meio da proposta de então.

13 - Posteriormente, enquanto se finalizava a análise das propostas e sugestões recebidas durante a audiência pública em conjunto com a SMI, começavam a ganhar corpo discussões que eventualmente teriam impacto na regulação da matéria. Um desses temas foi a difusão no exterior e a possibilidade de introdução no país de mercados voltados para **block-trades** via **dark pools**, os quais, por suas características (grandes lotes transacionados, menor transparência das informações), poderiam demandar uma abordagem distinta da regulação da matéria.

14 - Outra ocorrência relevante com possível reflexo na regulação da matéria foi o **flash crash** nos mercados americanos em 06 de maio de 2010 o qual ensejou a adoção, naqueles mercados, de algumas medidas que objetivavam inibir a repetição do fenômeno. Dentre tais medidas cabe destacar a adoção de regras destinadas a suspender, em todas as plataformas, a negociação de papéis que experimentassem forte oscilação (**single stock circuit breaker** posteriormente combinada com a adoção de uma limitação de flutuação de seus preços **limit up - limit down** em que papéis que experimentassem oscilação superior a 10 (líquidos), 30 (ilíquidos) ou 50 por cento (abaixo de US\$1), em uma janela móvel de 5 minutos, teriam sua negociação suspensa por 5 minutos). Uma eventual avaliação de que uma sistemática como a adotada nos EUA seria preferível àquela adotada aqui traria igualmente reflexos à regulação do assunto.

15 - Adicionalmente, frente a evolução ocorrida nos mercados organizados (desmutualização e fusão das bolsas, migração para pregões exclusivamente eletrônicos), a perspectiva, já existente na ocasião, de ingresso de novas bolsas e ao próprio tempo decorrido desde a colocação da minuta em audiência pública, a SDM, já no início de 2011, contemplou a hipótese de que a minuta colocada em audiência em 2005 não mais refletia de maneira adequada o cenário de então.

16 - Desde então, a introdução da competição no mercado secundário brasileiro decorrente da vinda de novas plataformas de negociação de ações tornou-se mais iminente. Tal cenário não envolveria apenas o eventual ingresso de novos prestadores de serviços, mas também a adequação do arcabouço regulatório hoje existente para lidar com os novos desafios daí decorrentes. Este novo cenário traz reflexos na regulação da matéria tratada pela Instrução CVM nº 168, de 1991, na medida em que se passa a vislumbrar um cenário de múltiplos centros de liquidez, diferentemente daquele existente em 2005.

17 - Em junho de 2012, ao receber os resultados do estudo da Oxera, a CVM realizou uma reunião de seu Colegiado com participantes do mercado diretamente interessados e afetados para discutir as implicações de um cenário de concorrência nos serviços de negociação e pós-negociação. Além das opções regulatórias sobre a infraestrutura de pós-negociação, a Oxera, em suas conclusões, recomendou que a CVM iniciasse estudos sobre o desenvolvimento de uma estrutura regulatória capaz de assegurar o bom funcionamento do mercado em caso de existência de múltiplos ambientes de negociação. A CVM vem se organizando para abordar esses outros aspectos.

18 - Por exemplo, por meio do edital de audiência pública nº 05/13, atualmente em análise, que consistiu num **call for evidence** a respeito de questões relacionadas a melhor execução no interesse dos clientes (**best execution**); consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação; e supervisão, autorregulação e normatização.

Conclusão

19 - De todo o exposto, a SDM entende que a minuta de instrução objeto da audiência pública 08/2005, em que a norma da CVM não mais disporia de comandos explicitamente estabelecidos que balizavam (e ainda balizam) a aplicação dos procedimentos especiais na Instrução CVM nº 168, de 1991, e repassava tais definições para normas a serem editadas pelas próprias bolsas, ensejariam discussões mais profundas e complexas diante de um cenário previsto de ingresso de novas bolsas concorrentes.

20 - Ainda que tais normas emanadas pelas bolsas devessem ser submetidas à aprovação da CVM, como previa a minuta, há de se rediscutir a concepção do modelo proposto em face da nova realidade que se descortina para o futuro, em que a entrada de novas plataformas de negociação não mais constitui fato hipotético possível tendo em vista a previsão existente na regulamentação em vigor (Instrução CVM nº 461, de 2007), mas afigura-se, dada a manifestação de **players** interessados, um cenário cada vez mais concreto.

21 - Ainda que se tentasse fazer uma nova audiência pública no âmbito do presente processo, as questões que ora se apresentam são materialmente distintas daquelas que ensejaram a audiência pública de 2005. Passam a permear as discussões sobre a matéria, além de vários pontos mencionados nesse despacho, questões como:

- i) a possível ocorrência de arbitragem regulatória decorrentes da adoção de critérios distintos para a realização de leilões por diversas entidades administradoras de mercado e sua mitigação;
- ii) a construção de mecanismos de interação entre as plataformas de negociação num eventual ambiente de competição entre bolsas que permitam uma efetiva supervisão dos seus negócios e especificamente dos procedimentos especiais a partir de parâmetros e condições acessíveis e aplicáveis a todas elas;
- iii) os rebatimentos que as questões levantadas durante a audiência sobre competição entre bolsas (incluindo o papel a ser desempenhado pelas entidades autorreguladoras e a eventual constituição de uma única entidade

autorreguladora com poderes de supervisão sobre todas as plataformas de negociação) poderão ter na nova regulamentação sobre procedimentos especiais.

22 - Pelos motivos acima relatados, a SDM entende que o presente processo, que teve por base a minuta colocada em audiência pública no final de 2005 seja arquivado e seja aberto novo processo para regulamentação dos procedimentos especiais. Adicionalmente, propõe-se que seja dada ciência do arquivamento do presente projeto na seção correspondente das audiências públicas encerradas no endereço eletrônico da CVM na rede mundial de computadores substituindo a expressão "As sugestões recebidas estão em fase de análise" por "arquivado".

23 - Propõe-se, por fim, que a Superintendência Geral encaminhe a matéria para o conhecimento e deliberação do Colegiado.

Atenciosamente,

Renato Sterental Goldberg

Analista de Mercado de Capitais

Antonio carlos Berwanger

Gerente de Aperfeiçoamento de Normas

Flavia Mouta Fernandes

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

[\[1\]](#) Note-se que a BM&F, na ocasião, era uma bolsa separada da Bovespa, seus mercados já estavam sob jurisdição da CVM e não eram alcançados pela Instrução CVM nº 168, de 1991.