

## PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº SP2013/0521

Reg. Col. nº 9029/2014

**Interessado:** BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

**Assunto:** Novo modelo de acesso da BM&FBOVESPA – Participante de Negociação Pleno e Participante de Negociação.

### Declaração de Voto

#### I. Objeto

1. Trata-se de autorização requerida em 13.12.2013 pela BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA” ou “Bolsa”) para implantação de novas regras de acesso de pessoas autorizadas a operar em seus ambientes de negociação (fls. 1-17).

2. A proposta da Bolsa compreende a criação de duas categorias de pessoas autorizadas a operar: (i) os intermediários que atualmente são considerados autorizados a operar nos ambientes de negociação da BM&FBOVESPA passariam a ser designados “participantes de negociação plenos” (“PNP”) e permaneceriam inalteradas as atuais exigências em relação a eles; e (ii) os intermediários que atualmente operam “por conta e ordem” passariam a ser designados “participantes de negociação” (“PN”) e continuariam a operar, em nome de seus comitentes, por meio de um ou mais PNP.

3. A mudança de *status* de um intermediário que opera “por conta e ordem” para um participante de negociação (PN) teria cinco principais consequências: (i) esses intermediários passariam a depender de uma autorização de acesso outorgada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA[1]; (ii) na qualidade de PN, esses intermediários seriam obrigados a cumprir o roteiro básico do Programa de Qualificação Operacional (“PQO”); (iii) os mesmos intermediários também estariam submetidos à supervisão exercida pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”), entidade autorreguladora que atua junto à Bolsa; (iv) seus clientes estariam protegidos pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”), nas hipóteses previstas na Instrução CVM nº 461, de 2007; e (v) um PNP estaria impedido de prestar serviços a intermediários não autorizados como PN.

4. Ao analisar o novo modelo de acesso proposto pela Bolsa, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) opinou desfavoravelmente à sua aprovação (fls. 18-24).

5. Apesar de reconhecer os benefícios decorrentes do modelo proposto pela Bolsa, como a submissão dos PN à supervisão da BSM e a possibilidade de acesso dos clientes de PN ao MRP, a SMI se deparou com as seguintes preocupações:

- i) uma interpretação tanto histórica quanto literal da definição de pessoa autorizada a operar constante do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007[2], não permitiria a sua extensão de forma a abranger o intermediário designado pela BM&FBOVESPA como PN; a definição constante da norma seria aplicável exclusivamente aos intermediários que estivessem habilitados a atuar diretamente nos ambientes de negociação;
- ii) o modelo proposto pela Bolsa poderia ensejar a elevação dos custos dos intermediários que atualmente operam “por conta e ordem” no cumprimento das exigências impostas pela BM&FBOVESPA;
- iii) o modelo proposto também poderia ter impactos concorrenciais inoportunos, uma vez que seriam aliados do mercado os participantes que não fossem admitidos como pessoa autorizada a operar e, ainda, poderia ser criada dificuldade para a “adoção de outros modelos de acesso por entidades administradoras do mercado de bolsa que venham a se constituir no Brasil” (fl. 22); e

iv) na proposta inicial da Bolsa, estava prevista a isenção de contribuições ao MRP por parte dos PN, o que poderia ensejar conflitos em caso de posterior exigência dessa contribuição.

6. Tendo em vista a opinião expressada pela SMI, a BM&FBOVESPA apresentou esclarecimentos adicionais e algumas modificações à proposta inicial em 16.6.2014 (fls. 40-72) e em 11.7.2014 (fls. 73-80).

7. Para a Bolsa, desde o processo de desmutualização e eletronificação do acesso aos ambientes de negociação, com o término do pregão viva-voz, foram mitigadas as diferenças existentes entre as pessoas autorizadas a operar e aquelas que operam "por conta e ordem" no que diz respeito tanto à natureza da relação mantida entre os intermediários e a BM&FBOVESPA, quanto aos aspectos operacionais do acesso aos ambientes de negociação.

8. Associada aos prejuízos decorrentes da crise financeira de 2008 e ao fato de que a atuação "por conta e ordem" enseja menores custos, essa mitigação de diferenças teria levado intermediários a rescindir seu contrato de acesso aos mercados administrados pela BM&FBOVESPA e, segundo a própria Bolsa, haveria uma tendência à intensificação desse movimento.

9. A BM&FBOVESPA entende que os intermediários que operam "por conta e ordem" *"atuam de forma semelhante às pessoas autorizadas a operar, no que se refere ao relacionamento com investidores e ao recebimento de ordens, além de atividades de pós-negociação como gerenciamento de risco, liquidação e custódia de títulos e valores mobiliários"* (fl. 75) e que, portanto, implicam os mesmos riscos ao mercado que as pessoas autorizadas a operar.

10. Não obstante essas semelhanças, essas duas categorias de intermediários estariam sujeitas a modelos de autorregulação assimétricos, dando margens a arbitragens regulatórias[3]. A proposta da Bolsa aproximaria os modelos de autorregulação e supervisão daquelas corretoras que operam "por conta e ordem" ao que hoje é exigido das pessoas autorizadas a operar e, por isso, mitigaria os riscos de arbitragem regulatória e fortaleceria a segurança do sistema como um todo.

11. Em resposta às preocupações da SMI, a BM&FBOVESPA indicou que:

i) ainda que seja correta a interpretação histórica do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, apresentada pela SMI, essa não seria a interpretação mais adequada do dispositivo após as mudanças estruturais verificadas em relação aos ambientes de negociação nos últimos anos, em especial, aos processos de desmutualização das bolsas e de eletronificação dos meios de acesso;

ii) o novo modelo de acesso não impor custos adicionais significativos aos PN, uma vez que (a) as regras atualmente impostas pela CVM e pela BM&FBOVESPA a esses intermediários seriam idênticas àquelas aplicáveis às pessoas autorizadas a operar; (b) não seriam criados custos operacionais, dado que os intermediários utilizariam a mesma infraestrutura desenvolvida para atuar "por conta e ordem"; e (c) esse modelo não implicaria a sujeição dos intermediários a novas regras sob a perspectiva da autorregulação, uma vez que, dos 140 itens que compõem o roteiro básico do PQO, 138 decorreriam diretamente da regulamentação em vigor e os 2 restantes, que decorreriam exclusivamente de exigência da BM&FBOVESPA, não apresentariam impacto material aos PN;

iii) não seriam criadas barreiras à entrada de novas entidades administradoras de mercados organizados, uma vez que: (a) os PN não estariam sujeitos a qualquer cláusula de exclusividade ou não concorrência em relação às formas de acesso aos ambientes de negociação da BM&FBOVESPA; e (b) a proposta não contemplaria a exigência de qualquer infraestrutura tecnológica específica de acesso aos ambientes de negociação da BM&FBOVESPA;

- iv) 87% e 94% dos volumes negociados, respectivamente, nos segmentos Bovespa e BM&F correspondem a operações realizadas por investidores institucionais e intermediadas quase que em sua totalidade por PNP; por isso, a BM&FBOVESPA estima que eventual nova administradora de mercados concorreria, principalmente, para a atração de PNP, cujos requisitos de acesso não são alterados no novo modelo;
- v) apenas 0,02% e 0,8% dos volumes totais negociados, respectivamente, nos segmentos Bovespa e BM&F correspondem a operações intermediadas por aqueles que seriam designados como PN; porém, esses intermediários atuam principalmente em operações de investidores de varejo, razão pela qual se tornaria mais relevante a supervisão de suas atividades e controle de riscos; e
- vi) diante das preocupações apresentadas pela SMI com relação ao MRP, a BM&FBOVESPA entendeu ser pertinente a alteração do modelo proposto, passando a incluir, dentre as novas regras, a previsão de que os PN que ainda não atuem pelo modelo "por conta e ordem" devam contribuir com o MRP durante o prazo de 24 meses, isto é, durante o mesmo prazo aplicado aos PNP que contribuiram para a formação do patrimônio de afetação do MRP[4].

12. Tendo em vista as alterações feitas na proposta pela Bolsa em relação à contribuição ao MRP para atender às preocupações da SMI, entendo que restam duas questões levantadas pela SMI a serem discutidas pelo Colegiado, a saber: (i) se é admitida a interpretação do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, de forma a abranger os PN; e (ii) se admitida essa interpretação, se devem ser aprovadas as novas regras apresentadas pela BM&FBOVESPA em vista das preocupações da SMI quanto aos custos para os intermediários que hoje operam por conta e ordem e os potenciais efeitos concorrenciais.

## II. Razões de voto

13. Conforme acima indicado, o primeiro ponto a ser enfrentado está relacionado à interpretação do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, abaixo transcrito.

Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

Parágrafo único. A atuação de que trata o **caput** pode se dar, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado:

I – por intermediários, em nome próprio e de terceiro;

II – por operadores especiais, em nome próprio ou de intermediário;

III – em nome próprio, por outras pessoas jurídicas, ou fundos de investimento, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário.

14. Tal como apontado tanto pela SMI quanto pela BM&FBOVESPA, uma interpretação histórica desse dispositivo levaria à conclusão de que as pessoas autorizadas a operar em ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado seriam aquelas habilitadas a atuar nesses ambientes ou sistemas, diretamente, por meio de estruturas próprias.

15. Acredito que a SMI faz um relato correto da interpretação histórica do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007. Contudo, além do aumento de custo e dos efeitos concorrenciais, questões

que discuto abaixo, a área não aponta motivos pelos quais a CVM não poderia ampliar essa interpretação.

16. Não há regras que impeçam a CVM de adotar novas interpretações. Ao contrário, faz parte das funções da CVM, do judiciário e de outros aplicadores do direito, atualizar a interpretação de suas normas ou da Lei em função da evolução natural do contexto fático em que tais regras devam ser aplicadas, de forma a melhor cumprir a finalidade a que tais regras se destinam e o interesse público. Isso é o que depreende da leitura do art. 2º da Lei nº 9.784, de 1999, que regula o processo administrativo no âmbito da administração pública federal:

“Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...)

XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.”

17. A única limitação expressa a respeito de novas interpretações no texto da lei é a vedação à aplicação retroativa de uma nova interpretação. Além dessa vedação, por conta do princípio da legalidade, consagrado no art. 5º, inciso II da Constituição, toda interpretação deve partir das palavras da lei e respeitar os limites impostos pelo texto legal. Por isso, é preciso ver se o atual texto do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, comportaria a interpretação que a Bolsa propõe.

18. De resto, novas interpretações são possíveis desde que atentem aos princípios jurídicos pelos quais deve se pautar a administração pública, notadamente, os princípios da segurança jurídica, da razoabilidade e da motivação.

19. Assim, se o texto do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, permitir a leitura que quer a Bolsa e a evolução na realidade do mercado brasileiro justificar uma nova interpretação da norma, entendo que a CVM pode e deve revisar sua interpretação desde que essa seja razoável, motivada e não gere insegurança jurídica nem seja aplicada retroativamente.

20. Feita essa introdução, não vejo no texto do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, qualquer referência que nos obrigue a interpretar que pessoas autorizadas a operar nos ambientes de negociação devam fazê-lo diretamente e por meio de sistemas próprios.

21. O parágrafo único do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, também não impede essa interpretação. Ao contrário, já indica que a atuação das pessoas autorizadas a operar se dará nos termos das regras editadas pela entidade que administra o mercado em que essas pessoas estarão autorizadas a operar.

22. Desse modo, o fato de uma administradora de mercados organizados admitir que uma pessoa autorizada a operar o faça por meio de infraestrutura de terceiros não me parece contrariar o texto normativo.

23. Assim, se a CVM entender que o novo contexto fático justifica uma alteração da interpretação histórica do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, não identifico limites legais

que a impeça.

24. Dito isso, acredito que uma nova interpretação que abranja tanto intermediários que operem por meio de infraestrutura própria, quanto aqueles que se utilizam de infraestrutura de outros intermediários, não é só desejável como é um anseio da CVM há alguns anos.

25. Isto porque com esta nova interpretação todos os intermediários passariam a estar sob a supervisão da BSM e todos os investidores atuando no mercado teriam direito de acessar o MRP. O fato de o modelo proposto endereçar duas preocupações antigas da CVM foi inclusive apontado pela SMI em seu relatório[5].

26. Como se depreende do Edital de Audiência Pública nº 06/2007, a edição da Instrução CVM nº 461, de 2007, teve como um dos seus principais objetivos atualizar a regulamentação aplicável aos chamados mercados regulamentados de valores mobiliários, tendo em vista as alterações verificadas em virtude do movimento de desmutualização das entidades administradoras de mercado de bolsa.

27. Nos termos desse mesmo edital, com a finalidade de proteger os investidores em mercados organizados, a CVM, de um lado, passou a atribuir às entidades administradoras a responsabilidade por verificar se um determinado intermediário estaria apto a participar de seu ambiente de negociação, preservando a higidez e credibilidade desse sistema[6].

28. De outro, a CVM reforçou o papel da autorregulação, ratificando a responsabilidade da entidade ou departamento de autorregulação ligado à determinada administradora de mercado por supervisionar e fiscalizar os participantes dos mercados administrados.

29. Na qualidade de auxiliares do regulador[7], as entidades de autorregulação deveriam promover um acompanhamento especializado e célere contribuindo para a solidez do mercado brasileiro. Dessa forma, a CVM pretendeu atribuir às entidades administradoras a responsabilidade por zelar pela integridade dos mercados por ela administrados e pela proteção dos investidores que neles negociassem valores mobiliários[8].

30. A interpretação histórica constante do art. 11 da Instrução CVM nº 461, de 2007, parece ter atendido a essa preocupação da CVM e ter contemplado as formas de atuação em ambientes de negociação verificadas no momento da edição da regra, abrangendo todos os riscos vislumbrados até então.

31. No entanto, no período que se seguiu à regulamentação da Instrução CVM nº 461, de 2007, houve uma intensificação da eletronificação do acesso aos sistemas de negociação e, conseqüentemente, uma demanda crescente por investimentos em tecnologia, tomando muito mais difícil para intermediários de menor porte acompanhar as inovações do mercado.

32. Esse processo, associado a fatores econômicos que têm desafiado o mercado de capitais como um todo, culminou numa crise do mercado de intermediação e na fragilização financeira de muitos dos agentes, gerando uma tendência de alteração da forma de atuação de parte desses intermediários.

33. Alguns deles têm deixado de deter acesso direto aos ambientes de negociação administrados pela BM&FBOVESPA e passaram a operar exclusivamente pelo modelo "por conta e ordem", focando suas atividades na captação de clientes.

34. Sob muitos aspectos, mas, em especial, no relacionamento com investidores, esses

intermediários desempenham suas atividades de forma idêntica àqueles que detêm acesso direto aos ambientes de negociação administrados pela Bolsa, mas, por conta da atual interpretação da Instrução CVM nº 461, de 2007, não se submetem de maneira idêntica à supervisão e fiscalização da BSM, tampouco têm seus clientes protegidos pelo MRP. Temo que seus clientes sequer saibam que estão menos protegidos do que investidores atuando por outras corretoras.

35. Em outras palavras, os intermediários que operam pelo modelo “por conta e ordem” crescem em relevância no mercado brasileiro e, apesar de implicarem os mesmos riscos aos mercados regulamentados que a CVM buscou mitigar quando da edição da Instrução CVM nº 461, de 2007, não estão sujeitos ao mesmo arcabouço de supervisão e proteção de investidores.

36. Diante desse cenário, a proposta apresentada pela BM&FBOVESPA me parece ser uma medida salutar para o mercado de valores mobiliários, indo ao encontro da finalidade almejada pela CVM quando da edição da Instrução CVM nº 461, de 2007.

37. A proposta da BM&FBOVESPA me parece proteger justamente a finalidade acima mencionada. Isso porque, em primeiro lugar, permite a extensão da atuação da BM&FBOVESPA com relação ao controle das pessoas que intermediarão operações realizadas em seus ambientes de negociação, seja com acesso direto ou indireto aos seus sistemas, mas, de qualquer forma, capazes de interferir na integridade e credibilidade dos mercados por ela administrados.

38. Em segundo lugar, a proposta permite a extensão da atuação da BSM, contribuindo para que uma gama ainda maior de intermediários esteja sujeita às auditorias e fiscalizações promovidas por essa entidade, acarretando ao mercado os benefícios já mencionados com relação a essa supervisão.

39. Em terceiro lugar, em linha com o objetivo geral de proteção aos investidores, a proposta da Bolsa estende o MRP aos investidores que operem por intermédio desses participantes. Conseqüentemente, assegura-se idêntica proteção aos investidores nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, independentemente da forma com que seus intermediários acessem os sistemas da Bolsa.

40. Dito isto, considero necessário enfrentar as duas preocupações da SMI. Primeiro, a SMI se preocupa com o aumento de custos para uma indústria de intermediação já fragilizada financeiramente. Esses custos têm origem no fato de que se passará a exigir do PN o cumprimento do PQO e, sobretudo, no fato de que esses intermediários passariam a ser supervisionados pela BSM, a qual tem roteiros de inspeção periódicos que inevitavelmente exigem dedicação de funcionários e diretores desses intermediários.

41. Embora, como apontado pela Bolsa, o roteiro básico do PQO advenha quase que em sua totalidade de regras legais ou regulamentares, há detalhes e especificações na forma pela qual o PQO avalia o cumprimento dessas regras que são determinados pela Bolsa e isso pode aumentar os custos regulatórios de intermediários que hoje não precisam atender a essas exigências. O fato de haver inspeções periódicas mais detalhadas e frequentes também pode significar um incremento de custos.

42. Mas, a minha percepção (e essa parece ser também a percepção da indústria) é de que esse incremento não é significativo, *vis a vis* a redução de despesas decorrente do fato de a opção pelo *status* de PN eliminar a necessidade de construção de infraestrutura própria para operação. Ademais, esse incremento tem como consequência o endereçamento de duas preocupações importantes que tratei acima: a submissão desses regulados à BSM e a inclusão de todos os investidores que hoje acessam o mercado de bolsa à proteção do MRP. Assim, a meu ver

esses custos estão mais que justificados.

43. A tendência de migração do status de "autorizado a operar" para "por conta e ordem" é uma tentativa legítima de redução de custos, mas é também um ato de arbitragem regulatória que a CVM deve coibir tomando medidas necessárias para que não exista oportunidade de escolha do regulado. O modelo proposto pela Bolsa elimina essa possibilidade de escolha.

44. Por fim, observo ser oportuna a ponderação feita pela SMI com relação aos aspectos concorrenciais da proposta apresentada pela Bolsa. Ainda que, via de regra, a análise dessas questões não esteja abrangida pela competência da CVM, a esta autarquia compete "*assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão*"[9], tomando pertinente a discussão sobre as estruturas de mercado que possam ter influência sobre a aplicação ou adaptação da regulamentação em vigor aos possíveis cenários de concorrência.

45. Entretanto, não vejo como, sob essa perspectiva, o modelo de acesso proposto pela BM&FBOVESPA possa representar uma barreira à entrada de concorrência maior do que as barreiras que já existem.

46. É certo que, dentre os inúmeros desafios que um potencial ambiente de concorrência traz para agentes de mercado e para a própria CVM, o fato de todos os intermediários estarem submetidos a um regime de autorregulação no qual cada um dos concorrentes tem a capacidade de impor regras para as entidades que nela operam é um dos mais cruciais.

47. Se não tratada cuidadosamente, a incongruência entre as regras de acesso e de autorregulação e os custos de cumprimento dos diversos regimes pode tornar a indústria não só ineficiente, mas também caótica e o mercado como um todo muito mais arriscado. Isso foi expressamente reconhecido pela CVM no Edital de Audiência Pública CVM nº 5, de 2013:

"De acordo com a Oxera, as atividades de supervisão de mercado, de autorregulação e mesmo de normatização efetuadas pelos autorreguladores (administradores de mercado) tendem a ser repensadas em função da introdução de concorrência. Em suas conclusões, a consultoria afirma que a experiência dos mercados internacionais sugere que mudanças nessas estruturas devem ser analisadas pela CVM, uma vez que o elevado grau de autorregulação existente hoje pode não ser apropriado, considerando o cenário de diversas bolsas concorrentes.

(...)

Do lado da regulamentação, com o objetivo de coordenar diversos mercados, a experiência internacional também mostrou a necessidade de o regulador tomar para si a tarefa de harmonização e uniformização de regras que anteriormente, inclusive pelo seu grau de detalhamento, eram definidas pela única plataforma de negociação existente (ainda que sujeitas à aprovação prévia do regulador), a fim de manter a eficiência e integridade dos mercados, evitar a concorrência predatória e mitigar riscos sistêmicos".

48. Não obstante, o problema de como tratar adequadamente a autorregulação em um ambiente de competição já existe e ele não será resolvido ou sequer mitigado negando-se o modelo de acesso proposto pela Bolsa.

49. Isto porque os intermediários que operam "por conta e ordem" e aqueles que no modelo corrente são pessoas autorizadas a operar, mas que potencialmente, em virtude de suas características, poderiam migrar para o *status* de PN representam uma parcela muito pequena dos volumes negociados. Eles competem com as grandes instituições basicamente por clientes de varejo. O mercado de varejo representa 13% e 6% dos volumes negociados, respectivamente, nos



segmentos Bovespa e BM&F. E a parcela dos negócios gerados por intermediários que são ou potencialmente seriam PN é ainda infinitamente menor que esses percentuais (hoje esses números correspondem a 0,02% e 0,8% dos volumes totais negociados, respectivamente, nos segmentos Bovespa e BM&F).

50. Assim, não parece ser viável economicamente que qualquer concorrente que deseje entrar no mercado brasileiro possa visar somente os negócios gerados por este nicho de mercado. É por isso que, num ambiente de concorrência, ao menos no Brasil, o modelo de autorregulação terá que ser repensado.

51. A CVM já iniciou o debate sobre o tema na Audiência Pública CVM nº 5, de 2013. Negar a proposta da Bolsa para o novo modelo de acesso não arrefece, facilita ou resolve as questões que estão sendo enfrentadas no âmbito dessa audiência. Por isso, entendo que os eventuais efeitos concorrenciais do novo modelo parecem substancialmente menores que os méritos da proposta de integrar todos os intermediários à supervisão da BSM e estender o MRP a todos os investidores do mercado.

52. Por último, creio que seja importante registrar que adotar posição diferente seria inverter a ordem daquilo que a CVM deve proteger. As principais missões da CVM estão estabelecidas no art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976. Lá estão elencadas, dentre outras missões, a proteção ao investidor e o funcionamento regular e eficiente do mercado de bolsa e balcão.

53. A preocupação com a concorrência decorre dessas missões, mas não se sobrepõe a elas, ao menos, não do ponto de vista da CVM. Assim, privilegiar os custos dos intermediários ou um possível cenário de concorrência em detrimento da proteção dos investidores e da solidez do mercado promoveria uma inversão de prioridades inadequada e não justificável *vis a vis* as missões institucionais desta casa.

54. Diante do exposto acima, voto pelo deferimento do novo modelo de acesso proposto pela BM&FBOVESPA.

Rio de Janeiro, 29 de julho de 2014.

**Luciana Dias**  
Diretora

---

[1] Nos termos do art. 30, "f" do estatuto social da BM&FBOVESPA, compete ao seu Conselho de Administração *"deliberar sobre a outorga das Autorizações de Acesso, cabendo desta decisão, no prazo de 30 (trinta) dias, pedido de revisão à Assembleia Geral, que deverá proferir decisão definitiva sobre a matéria, observado o disposto na regulamentação vigente"*.

[2] "Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

Parágrafo único A atuação de que trata o **caput** pode se dar, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado:

I – por intermediários, em nome próprio e de terceiro;

II – por operadores especiais, em nome próprio ou de intermediário;

III – em nome próprio, por outras pessoas jurídicas, ou fundos de investimento, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário".

[3] Para a Bolsa, o participante por conta e ordem está sujeito à autorregulação, ainda que de forma mais tênue que a entidade autorizada a operar, uma vez que: (i) em razão da utilização dos sistemas eletrônicos de conexões automatizadas de pessoas autorizadas a operar, ainda recairia sobre quem opera por conta e ordem a autorregulação da BSM; e (ii) para acesso ao segmento BOVESPA, seria necessária a manutenção da condição de agente de custódia por meio da celebração de contrato de custódia entre esses intermediários e a BM&FBOVESPA, também resultando em submissão daqueles que operam por conta e ordem à autorregulação por parte da BSM.



[4] Conforme previsto no Comunicado Externo BM&FBOVESPA 009/2011-DP, de 8.8.2011.

[5] Como exemplo, observo que, de acordo com a SMI, *"a BM&FBOVESPA tem buscado alternativas para a atividade de intermediação, dentre as quais o desenvolvimento de um modelo segundo o qual os intermediários que o desejem possam atuar com foco na captação de clientes, utilizando-se da infraestrutura de outro participante para execução dos negócios. Ressalta-se que em apresentações preliminares da presente iniciativa da BM&FBOVESPA à CVM, a Autarquia destacou a importância da manutenção da abrangência da supervisão exercida pela autorregulação sobre os intermediários"* (grifos nossos).

[6] Art. 51 da Instrução CVM nº 461, de 2007. "As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado.

§1º A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado organizado de valores mobiliários depende de autorização da entidade administradora, que deve considerar a sua organização, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

§2º Os requisitos de admissão como pessoa autorizada a operar devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.

§3º As qualificações mínimas para a admissão e manutenção como pessoa autorizada a operar contemplarão, inclusive, as eventuais necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas, a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse e a existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado.

§4º As entidades administradoras poderão estabelecer outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, a juízo de seu Conselho de Administração.

§5º É vedado à entidade administradora, sem prévia autorização da CVM, estabelecer limite máximo de pessoas autorizadas a operar, ou reduzir o limite previamente aprovado, ainda que por classes ou para o exercício de determinados direitos de acesso aos mercados por ela mantidos".

[7] Art. 17, §1º da Lei nº 6.385, de 1976. "Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas".

[8] Vide Edital de Audiência Pública nº 06/2007 (p. 19) e Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142 (p. 23), ambos disponíveis em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Último acesso em 23.7.2014.

[9] Art. 4º, III da Lei nº 6.385, de 1976.