



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**PARA :** SGE  
**DE :** SMI

**MEMO/CVM/SMI/Nº 005/2016**  
**DATA:** 22 de abril de 2016

**Assunto:** Práticas decisórias da SMI quanto à aprovação de pleitos e regulamentos das entidades administradoras do mercado organizado.

Senhor Superintendente Geral,

1. Em face da recente troca de comando ocorrida na Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, parece-nos oportuno expor os procedimentos adotados até aqui quando da aprovação de normativos das entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado, visando à ratificação das práticas adotadas ou sua eventual alteração.
2. A Instrução CVM nº 461/2007 alterou significativamente regras e procedimentos aplicáveis às entidades administradoras de mercados organizados, razão pela qual às entidades administradoras de mercados organizados já em funcionamento no Brasil foi concedido prazo de adaptação às novas disposições.
3. Naquele momento, o processo de adaptação envolveu a avaliação dos normativos das entidades administradoras e de seus estatutos sociais, da estruturação dos Departamentos de Autorregulação, da estrutura de governança e, no caso da BM&FBOVESPA, do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Os processos foram submetidos ao Colegiado da CVM e aprovados em reunião realizada em 29/07/2008.
4. Ocorre que, diversamente do que se esperava, as alterações nos regulamentos das entidades administradoras de mercados organizados têm sido muito frequentes. Essa situação se explica por vários motivos, dentre os quais os mais importantes são:
  - a) A reorganização societária que originou a BM&FBOVESPA gerou a necessidade de adaptação de uma série de regulamentos e manuais daquela entidade administradora. O processo, aliás, está sendo finalizado apenas este ano com a unificação dos regulamentos dos segmentos Bovespa e BM&F<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> É importante lembrar que desde a reorganização societária a BVMF desenvolveu uma nova plataforma de negociação integrada (PUMA), por meio da qual são negociadas todas as classes de ativos e derivativos admitidos à negociação na bolsa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- b) O projeto IPN (Integração da Pós-Negociação) da BM&FBOVESPA que está consolidando as atividades das câmaras de compensação hoje existentes na Bolsa. A cada integração surge a necessidade de revisão de todos os regulamentos e manuais da pós-negociação.
  - c) A reforma normativa promovida pela CVM: publicação da Instrução CVM nº 505/2011 e, sobretudo, da Instrução CVM nº 541/2013, geraram a necessidade de revisão dos regulamentos e manuais<sup>2</sup>.
  - d) A estruturação dos departamentos de autorregulação e seu posterior aperfeiçoamento, causa da necessidade de alteração dos regulamentos processuais e do mecanismo de ressarcimento de prejuízos ao longo dos últimos anos.
5. Além dos fatores citados, é importante destacar que as entidades administradoras de mercados organizados estão na vanguarda do mercado financeiro e de capitais, o que implica a necessidade de constantes alterações em regras e procedimentos operacionais que devem ser submetidos à CVM.
6. Vale mencionar, ainda, algumas operações societárias envolvendo entidades administradoras de mercado que colaboram para avolumar o número de pedidos/consultas dirigidos à CVM. São os melhores exemplos: a aquisição da GRV pela CETIP e a participação da BM&FBOVESPA na Newco (que administrará o sistema Galgo).
7. Partindo do princípio que os pedidos/consultas que nos chegam, além de serem numerosos, têm níveis de complexidade bastante distintos e que a Instrução CVM nº 461/2007 dá margem à interpretação quanto à responsabilidade acerca das autorizações concedidas pela CVM, a SMI tem adotado um critério para avaliar mencionados pedidos/consultas e decidir pela sua aprovação imediata ou sua submissão ao Colegiado.
8. Antes de explicitar o critério, convém demonstrar a possibilidade de interpretação identificada na Instrução CVM nº 461/2007:
- a) O artigo 117 estabelece que estão sujeitos à aprovação prévia da CVM para produzirem efeito (I) as normas de funcionamento de mercados organizados de valores mobiliários, ou segmentos de mercados organizados de valores mobiliários, bem como suas alterações; (II) as alterações do estatuto social das entidades administradoras de mercado organizado; (III) as deliberações societárias e dos órgãos da administração que importem alteração substancial da organização da entidade administradora, do mercado organizado de valores mobiliários ou das atividades de autorregulação de mercados organizados de valores mobiliários; (IV) os procedimentos a serem observados pelo Departamento e pelo Conselho de Autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados na instauração e tramitação dos processos administrativos disciplinares e na celebração dos

---

<sup>2</sup> Por serem verticalmente integradas, BVMF e CETIP têm autorização da CVM para atuar como entidades administradoras de mercados organizados e como depositários centrais.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- termos de compromisso; (VI) o regulamento disciplinando o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.
- b) Visto que a Instrução atribui o poder de aprovação à CVM é bastante razoável entender que tais aprovações deveriam provir do Colegiado. Ocorre, porém, que os artigos 109 e 110 (combinados com o art. 113) da mesma Instrução que tratam do processo de autorização para funcionamento de mercados organizados e entidades administradoras de mercados organizados, respectivamente, atribuem à SMI a responsabilidade por conceder a referida autorização. Aliás, o artigo 111, que trata das denegações de pedidos, dispõe que esses atos são passíveis de recurso ao Colegiado (parágrafo único), de que decorre, em interpretação sistemática dos normativos da CVM, que a decisão recorrida não tenha sido tomada por aquele órgão, pois, do contrário, falar-se-ia não em recurso, mas em pedido de reconsideração.
  - c) Ademais, como já dito anteriormente, o artigo 113 da ICVM nº 461/2007 estabelece que as autorizações antes mencionadas são concedidas pela SMI, mas somente produzem efeito no prazo de 30 dias, período em que o Colegiado pode confirmar a autorização concedida, formular novas exigências ou revogar a decisão de autorização. Dessa forma, no que tange ao art. 113, o Colegiado funcionaria como um “revisor” do ato produzido pela SMI.
  - d) Em linha com o princípio de que “quem pode o mais, pode o menos”, a SMI tem entendido que estaria apta a autorizar a maior parte das alterações em regras e procedimentos propostos pelas entidades administradoras de mercados organizados, reservando ao Colegiado apenas aqueles casos em que identifica algum risco importante para o mercado de valores mobiliários.
9. Parece-nos que esse proceder é o mais adequado não apenas porque é uma interpretação possível à luz da ICVM nº 461/2007, mas, sobretudo, porque é o mais eficiente do ponto de vista prático, tanto para a SMI quanto para o Colegiado que, de outra forma se veria atulhado por questões de mercado importantes por sua natureza técnica, mas pouco relevantes em termos estratégicos.
10. A tese da SMI é comprovada pelos números de manifestações da SMI nos últimos anos em razão de pedidos das entidades administradoras de mercados organizados:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ano	Entidade	Relatórios de Análise (quantidade)	Memorandos (quantidade)	Outras manifestações <sup>3</sup> (quantidade)
2013	BM&FBOVESPA	20	3	7
	CETIP	20	-	9
2014	BM&FBOVESPA	10	1	11
	CETIP	24	-	14
2015	BM&FBOVESPA	17	2	10
	CETIP	20	-	13

11. A maior parte desses pedidos/consultas foi respondida no âmbito da SMI. Em alguns casos houve informação ao Colegiado acerca da autorização concedida pela Superintendência e apenas uma pequena parte foi submetida à apreciação do Colegiado.

12. Em regra, havendo mais de uma Superintendência envolvida no processo de análise, o caso é levado à apreciação do Colegiado. Isso apenas não ocorreu em alguns casos em que as manifestações de todas as Superintendências foram absolutamente convergentes e totalmente favoráveis à concessão de autorização pleiteada.

13. Isso exposto, segue o critério utilizado pela SMI para submissão de consultas/pedidos à apreciação do Colegiado, considerados os grandes temas que nos chegam por parte das entidades administradoras de mercado e que não têm tratamento em norma específica:

- a) Material publicitário: Tem sido objeto de análise apenas pela SMI, sem submissão ao Colegiado, todo o material publicitário da CETIP e da BM&FBOVESPA. Em apenas uma oportunidade houve apresentação do material ao Colegiado da CVM (Campanha “Quer ser Sócio?” da BM&FBOVESPA), apenas para conhecimento.

Tipo de Ato: Ofício com autorização para publicação de material publicitário
Base para solicitação: Art. 8º da ICVM nº 461/2007
Avaliação do risco: O material publicitário não implica risco para o mercado na medida em que deve conter <i>disclaimers</i> e utilizar linguagem moderada. Prevalece o material para público direcionado (publicações técnicas ou de associações de classe).
Frequência: média um pouco superior a uma submissão ao mês, sem distribuição uniforme ao longo do ano.
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>

<sup>3</sup> Essas manifestações são feitas normalmente por e-mail em resposta à submissão de Ofícios Circulares e Comunicados Externos submetidos pela Bolsa previamente à sua publicação. Em geral, tais manifestações são precedidas pela discussão do conteúdo dos documentos com a GMA-2.

Os casos de avaliação de material publicitário, cujo prazo é bastante reduzido (5 dias), em regra, gera Ofícios SMI. O maior demandante desse tipo de avaliação é a CETIP.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- b) Autorização para realização de leilões: análise apenas pela SMI, sem submissão ao Colegiado.

Tipo de Ato: Autorização para a entidade administradora realizar leilões de ativos não registrados/depositados.			
Base para solicitação: Art. 13, V, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: Nesse tipo de leilão, a entidade administradora cede o sistema, sendo que a liquidação é realizada entre as partes, sem a sua participação (fora de seu ambiente). O edital de leilão contém cláusulas que informam que a entidade administradora atuará somente como uma prestadora de serviços, não cabendo qualquer responsabilidade pela liquidação da operação nem quanto ao resultado do leilão.			
Frequência: média de três submissões ao ano.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- c) Publicação de Ofícios-Circulares/Comunicados: análise apenas na SMI, sem submissão ao Colegiado<sup>4</sup>. Os Ofícios-Circulares são bastante utilizados para introduzir novos produtos ou alterar algumas de suas características. A Superintendência tem entendido que, embora caiba às entidades administradoras a admissão de valores mobiliários à negociação e/ou registro, a compreensão prévia do que será alterado é fundamental, sobretudo, para a atividade de acompanhamento de mercado.

Tipo de Ato: Autorização para a BVMF publicar Ofícios Circulares			
Base para solicitação: Art. 117, I, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: Atualmente os Ofícios Circulares ainda são utilizados pela BVMF para alterar procedimentos, mas o objetivo, após a unificação dos Regulamentos de Operações e Manuais de Procedimentos Operacionais, é que sirvam, sobretudo, para dar publicidade às alterações realizadas. Em regra, apresentam baixo ou médio impacto, na medida em que tratam de procedimentos operacionais relativos aos produtos negociados/registrados.			
Frequência: um pouco inferior a uma submissão por mês.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			

<sup>4</sup> Ao que tudo indica, o Ofício Circular que trata das OPAC (Oferta Pública de Aquisição de Cotas de Fundos de Investimento) será uma exceção a essa regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- d) Alterações nas Regras e Procedimentos das entidades administradoras de mercados organizados: regras e procedimentos incluem regulamentos de operações, manuais de procedimentos operacionais, manuais de normas (CETIP) e de produtos (BVMF), manuais de operações, manuais de emissores, manuais de segmentos diferenciados de listagem. Na pós-negociação, envolvem regulamentos e manuais de procedimentos das câmaras de compensação e liquidação e dos depositários centrais. Na maior parte das vezes, alterações são avaliadas pela SMI, sem submissão ao Colegiado.

Tipo de Ato: Autorização para alteração de regras e procedimentos das entidades administradoras de mercados organizados.			
Base para solicitação: Art. 117, I, da ICVM nº 461/2007 e art. 14, II, da ICVM nº 541/2013.			
Avaliação do risco: deve ser feita com base no caso concreto. Há alterações com impacto relevante para o mercado que devem ser submetidas ou, ao menos, informadas ao Colegiado. Há, por outro lado, alterações de natureza técnica que, embora importantes, não alteram as características fundamentais do mercado, de forma que podem ser consideradas de baixo ou médio impacto.			
Frequência: superior a uma vez ao mês.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- e) Alterações dos Estatutos Sociais das entidades administradoras de mercado: na maior parte dos casos, a aprovação tem sido feita diretamente pela SMI. Em alguns casos, no entanto, a alteração foi levada à apreciação do Colegiado. A opção pela submissão ou não se dá em função da relevância da alteração. Alterações consideradas relevantes, como a ocorrida em decorrência da compra da GRV pela CETIP, são submetidas ao Colegiado. Alterações pouco relevantes, como as originadas de mudança do valor do capital social, correções e similares são aprovadas diretamente pela SMI. Há ainda casos em que o Relatório de Análise sugere a aprovação pela SMI e posterior relato ao Colegiado<sup>5</sup>.

Tipo de Ato: Autorização para que as entidades administradoras alterem seus estatutos sociais.			
Base para solicitação: Art. 117, II, da ICVM nº 461/2007.			

<sup>5</sup> Foi o caso do Relatório SMI nº 031/2014, que tratava de mudança do Estatuto Social da BVMF em função de inclusão da aprovação do plano de concessão de ações dentre as competências da Assembleia Geral de acionistas, o que nos pareceu consentâneo com repetidas decisões da CVM de acordo com as quais a prévia aprovação pela Assembleia Geral dos planos de concessão de ações é condição necessária, ainda que não suficiente, para o deferimento, pela CVM, de pedido de autorização de negociação de ações de emissão própria da companhia nos casos em que a negociação se dê para viabilizar a implementação dos mencionados planos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Avaliação do risco: A avaliação de impacto nesses casos depende da natureza das alterações propostas. Em geral, trata-se de alterações de baixo impacto, mas essa avaliação somente pode ser mediante a apresentação do caso concreto.			
Frequência: uma vez ao ano para cada entidade administradora.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- f) Alterações nos Regulamentos de Acesso das entidades administradoras de mercados organizados: em geral, aprovadas pela SMI. Alguns tipos de alteração, no entanto, tem potencial para alterar sensivelmente a microestrutura do mercado. A eliminação das operações por conta e ordem e a introdução de novos participantes de negociação na BVMF (Modelo PN e PNP) são um bom exemplo de alterações consideradas relevantes o suficiente para avaliação pelo Colegiado.

Tipo de Ato: Autorização para que as entidades administradoras alterem regulamento de acesso.			
Base para solicitação: Art. 51 e art. 117, I, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: os regulamentos de acesso são alterados esporadicamente e as alterações tendem a ter baixo ou médio impacto, uma vez que tendem a ter natureza operacional.			
Frequência: inferior a uma vez ao ano para cada entidade administradora.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- g) Alterações dos Estatutos Sociais da BSM: em geral, alterações na redação dos Estatutos Sociais da BSM têm sido submetidas ao Colegiado, uma vez que promovem mudanças relevantes na forma de organização do autorregulador ou nas atribuições dos órgãos que o compõem<sup>6</sup>. A submissão ao Colegiado, no entanto, não precisa ser uma regra, uma vez que pode haver casos em que as alterações sejam pouco substanciais.

Tipo de Ato: Autorização para que a BSM altere seus estatutos sociais.			
Base para solicitação: Art. 117, IV, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: Com base no histórico dos últimos anos, as alterações dos estatutos da BSM tem alto impacto sobre a organização e procedimentos do autorregulador.			
Frequência: inferior a uma vez ao ano.			

<sup>6</sup> Processos SP 2015/0010; SP 2013/0397; SP 2011/0253; SP 2010/0207, todos submetidos à avaliação do Colegiado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- h) Alterações nos Regulamentos Processuais da BSM: a depender da avaliação da SMI acerca da relevância da alteração, ela é levada ao Colegiado, inclusive com consulta prévia à PFE (como ocorreu quando a BSM pretendia incluir a possibilidade de celebração de termos de compromisso para infrações relativas à Instrução CVM nº 301/1999). Houve, no entanto, maior número de decisões proferidas pela SMI do que submissões ao Colegiado.

Tipo de Ato: Autorização para que a BSM altere seu regulamento processual.			
Base para solicitação: Art. 117, IV, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: sempre dependerá do caso concreto. Com base no histórico dos últimos anos, pode-se considerar que tenha médio impacto sobre o mercado, conquanto seja inegável o caráter sensível do documento haja vista conter procedimentos muito importantes para o bom andamento da atividade sancionadora da BSM.			
Frequência: inferior a uma vez ao ano.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

- i) Alterações no Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da BM&FBOVESPA: para decidir se submete a alteração à aprovação do Colegiado, a SMI tem feito uma avaliação da relevância e impactos da alteração proposta. Foram submetidas ao Colegiado: a metodologia de fixação de valores mínimo e máximo do patrimônio do MRP, bem como sua posterior alteração; mudanças de rito; alteração dos valores de ressarcimento<sup>7</sup>. Houve, por outro lado, oportunidades em que a SMI aprovou diretamente alterações no Regulamento do MRP, como, por exemplo, na ocasião em que foi incluída disposição que excluiu do sorteio de Relator quando do julgamento pelo Pleno, de membros do Conselho de Supervisão que tivessem atuado na Turma Julgadora que tivesse proferido a decisão recorrida.

Tipo de Ato: Autorização para alteração do Regulamento do MRP			
Base para solicitação: Art. 117, IV, da ICVM nº 461/2007.			
Avaliação do risco: Com base no histórico dos últimos anos, a maior parte das alterações do Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da BVMF pode ser classificada como de alto ou médio impacto, haja vista a própria natureza do MRP e sua repercussão sobre			

<sup>7</sup> Processos SP 2013/0331 e SP 2015/0010.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

o investidor final.			
Frequência: inferior a uma vez ao ano.			
<b>Matriz Risco Probabilidade</b>			
Alto Impacto			
Médio Impacto			
Baixo Impacto			
	Baixa Frequência	Média Frequência	Alta Frequência

14. Pretendemos demonstrar que há uma racionalidade no procedimento utilizado pela SMI até aqui para submissão ou não de pedidos/consultas de entidades administradoras de mercados organizados ao Colegiado da CVM. A avaliação da relevância da alteração proposta para a estrutura do mercado e os riscos envolvidos na adoção das propostas formuladas por aquelas entidades têm sido os guias da Superintendência ao longo dos últimos anos. É, portanto, forçoso reconhecer que o juízo de valor para classificar as alterações por relevância/risco não está isento de subjetividade.

15. A Superintendência observa, por outro lado, a existência de uma fronteira que lhe é intransponível, a qual se verifica quando do recebimento de pedidos fundamentados no artigo 9º, § 4º, e no artigo 114 da Instrução CVM nº 461/2007<sup>8</sup>, os quais devem ser sempre submetidos ao Colegiado. Assim foi nas concessões de dispensa de cumprimento de requisito de independência dos Diretores de Autorregulação da BSM em quatro ocasiões e do Presidente do Conselho de Autorregulação (Conselho de Supervisão) da BSM, em uma oportunidade.

16. Em face do exposto e por confiar no procedimento até aqui adotado, a SMI propõe a manutenção da sistemática atual em que a submissão dos pedidos/consultas de entidades administradoras ao Colegiado se dá quando a Superintendência entende necessária ou pertinente, à luz dos riscos envolvidos, a manifestação daquele órgão. Entretanto, por acreditar que qualquer processo sempre está sujeito a aperfeiçoamentos, a SMI sugere que as aprovações concedidas às entidades administradoras do mercado e depositários centrais no âmbito, respectivamente, da Instrução CVM nº 461/2007 e da Instrução CVM nº 541/2013 sejam relatadas ao Colegiado durante as reuniões semanais do órgão sempre que a área técnica ou o Colegiado entenderem

<sup>8</sup> Art. 9º Os mercados organizados de valores mobiliários serão obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM, constituídas como associação ou como sociedade anônima, e que preencham os requisitos desta Instrução.

§4º O Colegiado da CVM poderá dispensar a observância de requisitos impostos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora, desde que tais requisitos não sejam compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade.

Art. 114. Na análise dos pedidos de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, a CVM deve privilegiar o atendimento substancial das normas desta Instrução, sempre que as finalidades de tais normas puderem ser alcançadas por meios alternativos, e substancialmente menos onerosos, que os aqui estabelecidos.



## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

necessário e desde que a inclusão do tema na pauta das mencionadas reuniões tenha sido deferida pela Superintendência Geral.

Respeitosamente,

(Assinado Digitalmente)

**FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS**  
Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários