

CADERNOS IFD

Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain

Volume 4

Mercados organizados e intermediação

Instituto de Finanças Digitais (IFD)

2026

Cadernos IFD — Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain

Volume 4 — Mercados organizados e intermediação

Instituto de Finanças Digitais (IFD)

2026

Coordenador Geral: Ricardo Paixão

Coordenadores Técnicos: Isac Costa, Maria Julia Person Argollo e Rodrigo de Abreu Pinto

Pesquisadores: Eduarda Caldas, Gabriel Barenco, Geovana Soares, Guilherme Melchior, João Felipe Bezerra Assis, Jorge Aragão, Lucas Caminha, Marcelo Vaz de Oliveira Júnior, Pedro de Menezes Carvalho, Tarcísio de Souza Neto, Tarik Machado

As análises e opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem a posição oficial da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Sobre o IFD

O Instituto de Finanças Digitais (IFD) é pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, qualificada como Instituição de Ciência, Tecnologia e Inovação (ICT) nos termos da Lei nº 10.973/2004. Sua missão institucional consiste em formar pesquisadores e desenvolver estudos voltados ao avanço tecnológico do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

No âmbito do Acordo de Cooperação Técnica celebrado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023, o IFD coordena pesquisas e estudos sobre o arcabouço regulatório do mercado de capitais, com o propósito de contribuir para o fomento da inovação tecnológica e de oferecer subsídios técnicos ao regulador em eventuais processos de atualização normativa.

As atividades de pesquisa que deram origem a esta série contam com o apoio da Fundação de Apoio à Pesquisa do Distrito Federal (FAP-DF), responsável pela concessão de bolsas a jovens pesquisadores.

Apresentação da série

A série *Cadernos IFD — Infraestruturas de mercado financeiro e DLT/Blockchain* reúne, em volumes independentes, os resultados da pesquisa conduzida pelo Instituto de Finanças Digitais (IFD) no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica firmado com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em outubro de 2023.

A pesquisa examinou, de forma exploratória e sistemática, a interação entre o uso de tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technology*, DLT) e o arcabouço normativo aplicável aos prestadores de serviços do mercado de capitais brasileiro, com atenção às implicações regulatórias decorrentes da adoção dessas tecnologias. O trabalho articulou o exame dos fundamentos tecnológicos da DLT, o mapeamento das normas vigentes aplicáveis às infraestruturas de mercado financeiro e aos serviços correlatos, a avaliação das práticas dos participantes do mercado brasileiro, o estudo de experiências internacionais e a análise de recomendações de organismos multilaterais.

O objetivo central foi identificar em que medida o regime regulatório vigente acomoda o uso de DLT por prestadores de serviços do mercado de capitais e onde eventuais ajustes normativos se mostram necessários, de modo a preservar a integridade das transações, a proteção dos investidores e o funcionamento adequado das infraestruturas de mercado.

O relatório final, organizado em onze capítulos, é publicado nesta série como nove cadernos independentes. Os oito primeiros capítulos correspondem a um caderno cada. Os três capítulos finais, dedicados às oportunidades e aos riscos, às propostas de adaptação normativa e às conclusões, reúnem-se em um caderno consolidado, o mais substantivo da série:

1. Introdução
2. Infraestruturas de Mercado Financeiro: Funções e Regulação

3. Regulação da CVM sobre IMFs e serviços correlatos
4. Mercados organizados e intermediação
5. Tecnologias de Registro Distribuído (DLT) e IMFs
6. Visão dos prestadores de serviços no Brasil
7. Experiências internacionais
8. Diretrizes de organismos multilaterais
9. Mapeamento de Riscos e Oportunidades para a Regulação

Cada caderno reproduz na íntegra o conteúdo correspondente do relatório. As adaptações limitam-se a ajustes editoriais destinados à leitura autônoma do volume, ao realinhamento da numeração das seções e das notas de rodapé e ao acréscimo de elementos visuais derivados do próprio texto.

Este caderno corresponde ao Capítulo 4 do relatório e trata do regime dos mercados organizados de valores mobiliários e da intermediação, da governança das entidades administradoras às regras de negociação e de conduta dos intermediários.

Sumário

Sobre o IFD	2
Apresentação da série	3
Sumário	5
Tópicos deste caderno	7
1. Mercados regulamentados de valores mobiliários	2
1.1. Tipologia dos mercados	2
1.2. Entidade administradora: governança e administração	5
1.3. Autorregulação	8
1.4. Estrutura acionária, conflitos de interesse e limites ao capital	10
1.5. Participantes	11
1.6. Listagem, admissão à negociação e mercado secundário	12
1.7. Regras de negociação	14
1.8. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)	15
1.9. Gestão de riscos, continuidade e segurança cibernética	16
1.10. Regime de informação, transparência e confidencialidade	18
1.11. Autorização, supervisão e aprovação prévia	19
1.12. Dimensão internacional e regimes especiais	20
2. Intermediação	21
2.1. Definições	22
2.2. Governança	23
2.3. Cadastro de clientes	25
2.4. Ordens	26

2.5.	Dever de melhor execução (<i>best execution</i>).....	28
2.6.	Identificação de comitentes e reespecificação	29
2.7.	Pessoas vinculadas, remuneração e conflitos de interesse	30
2.8.	Normas de conduta: deveres e vedações	32
2.9.	Pagamento e recebimento de valores	33
2.10.	Repasse de operações e portabilidade	33
2.11.	Financiamento para compra e empréstimo de ações (conta margem).....	34
2.12.	Continuidade de negócios e tecnologia da informação	35
3.	Síntese.....	37
4.	Resumo.....	40

Tópicos deste caderno

Este caderno trata da disciplina jurídica dos mercados organizados de valores mobiliários e da intermediação de operações, etapas que antecedem e viabilizam a pós-negociação. Ainda que não integrem o conceito estrito de infraestrutura do mercado financeiro tal como definido pelos *Principles for Financial Market Infrastructures*, essas atividades exercem função estrutural na organização do processo de negociação. A análise apoia-se em dois marcos editados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A Resolução CVM nº 135/2022 estabelece o regime das entidades administradoras de mercados organizados e de seus sistemas de negociação, e a Resolução CVM nº 35/2021 define os deveres de conduta aplicáveis aos intermediários que executam operações nesses ambientes.

No exame da Resolução CVM nº 135/2022, o texto percorre a tipologia dos mercados, a governança das entidades administradoras, a autorregulação como supervisão de primeira linha, o regime de estrutura acionária e conflitos de interesse, os deveres dos participantes, a listagem e a negociação no mercado secundário, o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, a gestão de riscos, a segurança cibernética, o regime de informação e transparência, a autorização e a dimensão internacional. No exame da Resolução CVM nº 35/2021, são analisados a governança do intermediário, o cadastro de clientes, o tratamento das ordens, o dever de melhor execução (*best execution*), a identificação de comitentes, o regime das pessoas vinculadas e da transparência de remuneração, as normas de conduta, as operações de conta margem e a continuidade de negócios. O caderno encerra com uma síntese que situa a negociação e a intermediação no ciclo institucional da transação, articulado com a infraestrutura de pós-negociação.

As atividades – depósito centralizado, custódia e escrituração – compõem o núcleo institucional da infraestrutura de pós-negociação do mercado de valores mobiliários, assegurando a existência jurídica dos ativos, a integridade dos registros de titularidade e a custódia das posições dos investidores.

A dinâmica do mercado, contudo, não se esgota nessa camada. Antes que os valores mobiliários sejam depositados ou custodiados, é necessário que existam ambientes institucionais em que ordens de compra e venda possam ser reunidas e executadas, bem como intermediários autorizados que representem os investidores nesses ambientes.

Por essa razão, a compreensão da arquitetura regulatória do mercado de capitais brasileiro exige também o exame das normas que disciplinam os mercados organizados de valores mobiliários e a intermediação de operações. Esses temas são regulados, respectivamente, pela Resolução CVM nº 135/2022¹, que estabelece o regime jurídico das entidades administradoras de mercados organizados e de seus sistemas de negociação, e pela Resolução CVM nº 35/2021, que define os deveres de conduta aplicáveis aos intermediários que executam operações nesses ambientes.

Embora essas atividades não integrem o conceito estrito de IMF, tal como definido pelos PFMI, elas exercem função estrutural na organização do processo de negociação. As entidades administradoras de mercados organizados fornecem o ambiente institucional e tecnológico no qual ordens são inseridas e confrontadas, enquanto os intermediários atuam como representantes dos investidores nesse processo. A qualidade da infraestrutura

¹ A norma foi alterada pela Resolução CVM nº 170/2022 (ajustes em regras de grandes lotes e recursos no MRP) e, de forma mais substancial, pela Resolução CVM nº 220/2024, que introduziu modificações relevantes no regime de participação acionária em entidades administradoras, nos mecanismos de prevenção de conflitos de interesse, na composição do comitê de supervisão de conflitos e no funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

de pós-negociação depende, portanto, da forma como essas etapas iniciais são organizadas e supervisionadas.

A Resolução CVM nº 135/2022 disciplina a autorização, governança e funcionamento dos mercados organizados, incluindo regras de acesso, transparência e supervisão de participantes. Já a Resolução CVM nº 35/2021 estabelece deveres de conduta aplicáveis aos intermediários, como regras de execução de ordens, prevenção de conflitos de interesse e controles internos voltados à proteção dos investidores.

Essas normas também ganham relevância no contexto da agenda regulatória recente da CVM. Discussões sobre a modernização do regime aplicável às infraestruturas de mercado indicam a possibilidade de criação de regimes simplificados para novos ambientes de negociação.

O projeto regulatório tem sido descrito informalmente como uma espécie de “RCVM 135 light”, voltada especialmente ao balcão organizado, em vez de uma simplificação direta do regime das infraestruturas de pós-negociação previsto na RCVM 31.

Este capítulo examina a disciplina jurídica dos mercados organizados de valores mobiliários e da intermediação de operações, buscando compreender como essas normas estruturam a fase de negociação das operações e como se articulam com a infraestrutura de pós-negociação.

1. Mercados regulamentados de valores mobiliários

1.1. Tipologia dos mercados

A RCVM 135 organiza os mercados de valores mobiliários em três categorias: mercados organizados de bolsa, mercados organizados de balcão e mercados de balcão não organizado (art. 2º, VIII).

Os dois primeiros são mercados organizados – ambientes ou sistemas eletrônicos destinados à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes (art. 2º, VII).

O balcão não organizado, por sua vez, é definido residualmente: abrange as negociações não realizadas ou registradas em mercado organizado, desde que envolvam um integrante do sistema de distribuição como intermediário ou como parte (art. 3º).

As características que diferenciam bolsa e balcão organizado incluem a existência de sistema de registro de operações previamente realizadas, as regras de formação de preços, a possibilidade de atuação direta sem intermediário, o volume operado e o público investidor visado (art. 4º).

As características de registro de operações previamente realizadas e de atuação direta sem intermediário são exclusivas do balcão organizado (art. 4º, parágrafo único). A CVM pode determinar a transformação de balcão organizado em bolsa, se as características concretas do mercado assim justificarem (art. 5º).

Característica	Bolsa	Balcão organizado	Balcão não organizado
Natureza	Mercado organizado	Mercado organizado	Não organizado (residual)
Registro de operações previamente realizadas	Não	Sim (exclusivo)	—
Atuação direta sem intermediário	Não	Sim (exclusivo)	—
Formação de preços	Sistema centralizado e multilateral	Até quatro modalidades	—
Intermediação	Obrigatória	Dispensável	Por integrante do sistema de distribuição

Figura 1 – Tipologia dos mercados de valores mobiliários (RCVM 135)*Elaboração própria.*

A norma introduz definições técnicas fundamentais que atravessam todo o seu conteúdo:

- Sistema centralizado e multilateral designa o ambiente em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todos os participantes autorizados (art. 2º, XIII).
- Participante é a pessoa jurídica, fundo ou veículo de investimento autorizado pela entidade administradora a operar (art. 2º, IX).
- Cliente é o investidor com relacionamento comercial direto com o participante (art. 2º, II).

- Comitente final é a pessoa ou entidade em nome da qual são efetuadas as operações (art. 2º, III).

A RCVM 220/2024 introduziu o conceito de acionista relevante – investidor ou grupo agindo em conjunto que detenha participação no capital social com direito a voto igual ou superior ao limiar do art. 44 – e definiu os critérios de identificação de representação de mesmo interesse (art. 2º, I e parágrafo único). Essas definições são centrais para o regime de controle acionário das entidades administradoras.

Os mercados organizados podem ser subdivididos em segmentos de listagem e de negociação, considerando as características das operações, os valores mobiliários, seus emissores e investidores, os requisitos de listagem e admissão, o sistema de negociação e as quantidades negociadas (art. 6º).

O funcionamento ou a extinção de mercado organizado ou de segmento depende de prévia autorização da CVM (art. 7º). Na prática brasileira, essa segmentação se materializa nos segmentos de listagem da B3, como o Novo Mercado, o Nível 2, o Nível 1 e o segmento Básico.

1.2. Entidade administradora: governança e administração

As entidades administradoras de mercado organizado (“EAMO”) devem ser obrigatoriamente constituídas como sociedade anônima e autorizadas pela CVM (art. 9º). Os requisitos regulatórios podem ser cumpridos, total ou parcialmente, por pessoas jurídicas controladas, pela controladora ou por terceiros contratados, desde que as finalidades regulatórias sejam alcançadas (art. 9º, § 1º). O Colegiado da CVM pode dispensar requisitos incompatíveis com a estrutura ou natureza do mercado, o porte da entidade ou as atividades exercidas (art. 9º, § 4º).

A entidade deve adotar estatuto social que assegure o funcionamento adequado dos mercados e o cumprimento do dever de autorregulação (art. 21). As alterações estatutárias dependem de prévia autorização da CVM (art. 21, §

3º). O estatuto deve conter regras sobre eleição, posse, substituição e destituição dos membros dos órgãos de administração e de autorregulação, requisitos de nomeação, atribuições e prazos de suspensão cautelar (art. 21, § 1º).

A administração compete ao conselho de administração, ao diretor geral e aos demais diretores (art. 23). A norma exige que a maioria dos integrantes do conselho seja de conselheiros independentes (art. 28, I), e que o mesmo participante ou grupo não mantenha vínculo com mais de um conselheiro (art. 28, II).

A independência é definida pela ausência de vínculo com a entidade, seus administradores, participantes e acionistas relevantes (art. 29), sendo que vínculo inclui relação empregatícia permanente, participação igual ou superior a 5% do capital, parentesco até segundo grau e participação remunerada em órgão administrativo (art. 29, § 1º).

As competências do conselho são extensas e incluem: aprovar regras de funcionamento dos mercados; determinar recesso; estabelecer hipóteses de recursos; aprovar e revisar anualmente as políticas de continuidade de negócios, segurança cibernética e gerenciamento de riscos; apreciar relatórios anuais de controles internos; assegurar a aderência às políticas de risco; aprovar o orçamento e programa de trabalho da autorregulação; eleger e destituir o diretor geral, demais diretores, membros do conselho de autorregulação e o diretor do departamento de autorregulação (art. 27).

O diretor geral ocupa posição central na operação do mercado. Suas competências incluem: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados; exercer poder disciplinar sobre participantes em casos de infração grave; autorizar e suspender a negociação de valores mobiliários; cancelar negócios antes da liquidação; proibir ou limitar operações em caso de indícios de irregularidade; e suspender cautelarmente participantes quando a proteção dos investidores e a higidez do mercado assim o exigirem (art. 34). A norma

exige que o diretor geral informe à CVM as medidas adotadas sempre que aplicar sanções ou suspensões (art. 34, §§ 1º e 2º).

O comitê de auditoria é órgão vinculado ao conselho de administração com competência para opinar sobre contratação de auditores, avaliar demonstrações financeiras, monitorar políticas internas, acompanhar a auditoria interna e avaliar a efetividade dos controles internos e exposições de risco (art. 30). Deve ser composto por ao menos três membros, com coordenador conselheiro independente e pelo menos um membro com experiência em contabilidade societária (art. 31). Deve contar com regimento interno e canal para denúncias com proteção ao denunciante (art. 32).

A entidade deve ainda atribuir a responsabilidade pela auditoria interna a um diretor estatutário com reporte direto ao conselho de administração ou ao comitê de auditoria (art. 33). Essa estrutura de dupla camada – auditoria interna supervisionada por comitê de auditoria independente – é consistente com as melhores práticas internacionais de governança.

Além das atribuições estratégicas e de supervisão, a entidade administradora exerce função normativa relevante no âmbito do mercado organizado. Cabe-lhe editar regulamentos de negociação, de acesso e permanência de participantes, de listagem de valores mobiliários e de conduta operacional, os quais disciplinam o funcionamento do mercado e vinculam participantes e emissores, sem prejuízo da supervisão da CVM.

Entre as competências institucionais da entidade administradora está também a possibilidade de determinar a interrupção temporária ou o recesso das negociações em situações excepcionais que possam comprometer o funcionamento regular do mercado ou a adequada formação de preços. Esse instrumento permite a adoção de medidas prudenciais em episódios de volatilidade extrema, falhas operacionais ou eventos que possam afetar a integridade das negociações.

Para disciplinar o funcionamento de seus ambientes de negociação ou registro, a entidade administradora deve desenvolver e manter um conjunto estruturado de regulamentos operacionais. Esses regulamentos abrangem, no mínimo: (i) regras de admissão, manutenção e exclusão de participantes; (ii) regras de negociação e registro de operações; (iii) regras de listagem de emissores e admissão de valores mobiliários; e (iv) regras relativas ao funcionamento do departamento de autorregulação.

1.3. Autorregulação

A autorregulação é o cerne da supervisão de primeira linha dos mercados organizados no Brasil. A RCV 135 define três órgãos encarregados: o departamento de autorregulação, a diretoria do departamento de autorregulação e o conselho de autorregulação (art. 47).

Esses órgãos devem ser funcionalmente autônomos dos órgãos de administração, possuir autonomia na gestão de recursos previstos em orçamento próprio e ter amplo acesso a registros e documentos operacionais (art. 50).

Alternativamente ao departamento de autorregulação interno, as entidades podem exercer a autorregulação por meio de associação, sociedade controlada de propósito específico, ou terceiro independente (art. 48).

A contratação de terceiro exige autorização prévia da CVM (art. 49) e não pode recair sobre coligada da entidade, sociedade cujo controlador detenha participação relevante na entidade, ou qualquer pessoa em situação de conflito de interesse (art. 48, § 1º).

O departamento de autorregulação tem competência para detectar descumprimentos, identificar condições anormais de negociação ou registro, identificar comportamentos que ponham em risco o funcionamento regular do mercado e apontar deficiências de compliance nos participantes (art. 58). Deve instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares (art. 57, II)

e realizar inspeções periódicas nos sistemas, livros e registros dos participantes (art. 58, § 1º). No exercício de suas atividades, deve considerar as recomendações e princípios formulados pelo CPMI e pela IOSCO (art. 58, § 2º).

O conselho de autorregulação julga os processos disciplinares e atua como órgão colegiado de decisão, com composição que garanta mandatos fixos de três anos, renováveis uma vez (art. 53, II). Seus membros somente podem ser destituídos por renúncia, condenação judicial ou em processo sancionador da CVM, ou por deliberação fundamentada do conselho de administração (art. 53, III).

A política de remuneração do departamento de autorregulação veda o recebimento de remuneração vinculada ao resultado da entidade administradora (art. 55, § 1º) – uma medida essencial para preservar a independência.

O regulamento processual deve ser divulgado publicamente e disciplinar, no mínimo: infrações e penalidades, garantias processuais de amplo direito de defesa, prazos de conclusão, critérios de dosimetria, hipóteses de termo de compromisso e regras de prescrição (arts. 70-72).

As penalidades aplicáveis incluem advertência, multa, suspensão temporária da autorização para operar e exclusão do participante (art. 70, § 1º). O valor máximo da multa deve ser suficientemente elevado para desincentivar infrações graves (art. 70, § 2º). O conselho de autorregulação pode celebrar termos de compromisso em qualquer fase do processo, sem admissão de culpa (art. 72).

As decisões do conselho de autorregulação podem ser comunicadas à CVM e ao Banco Central (art. 74). Os valores arrecadados em multas, descontadas as despesas processuais, devem ser destinados ao mecanismo de

ressarcimento de prejuízos², quando existente, ao fundo de garantia ou a atividades educacionais voltadas ao público investidor (art. 75).

A atuação autorregulatória das entidades administradoras não substitui a supervisão exercida pela CVM. Irregularidades relevantes identificadas no curso das atividades de supervisão devem ser comunicadas ao regulador, permitindo a coordenação entre os mecanismos de autorregulação de primeira linha e a atuação sancionadora da autoridade pública.

1.4. Estrutura acionária, conflitos de interesse e limites ao capital

A RCVM 135, significativamente alterada pela RCVM 220/2024, estabelece regime de controle sobre a estrutura acionária das entidades administradoras de mercado organizado de bolsa.

A aquisição de participação que iguale ou ultrapasse determinado limiar estabelecido no art. 44 depende de aprovação prévia da CVM, que pode condicioná-la à implementação de medidas de mitigação de conflitos de interesse (art. 44). Quando o acionista relevante for também participante do mercado administrado, aplicam-se exigências adicionais de segregação e prevenção de conflitos (art. 45).

O art. 45, com redação dada pela RCVM 220/2024, é um dos dispositivos mais detalhados da norma. Exige que a entidade administradora implemente: regras, procedimentos e controles para identificar, prevenir e tratar conflitos entre a atividade de administração de mercado e as atividades do participante; vedações a administradores, empregados e prepostos comuns; vedação à eleição de administrador que tenha atuado no participante há menos de um ano; vedação à contratação de prestadores de serviços relevantes vinculados ao participante; políticas contra tratamento diferenciado; e restrições ao exercício

² O mecanismo de ressarcimento de prejuízos constitui instrumento de proteção ao investidor destinado a indenizar clientes por prejuízos decorrentes de atuação irregular de participantes do mercado organizado, observadas as hipóteses e limites estabelecidos na regulamentação aplicável. O tema será detalhado em seção específica adiante.

de direito de voto em deliberações que gerem benefícios unilaterais (art. 45, § 1º).

Essas medidas devem ser operacionalizadas por um comitê de supervisão de conflitos, vinculado ao conselho de administração, formado exclusivamente por membros independentes que se comprometam a não atuar no participante pelo período de um ano após o encerramento de suas funções (art. 45, §§ 2º e 3º). O descumprimento acarreta a limitação dos direitos de voto, com efeitos perante a CVM (art. 46).

Para as entidades de balcão organizado, o regime é mais flexível: são dispensadas das regras de aprovação prévia do art. 44 para aquisição de participação acionária, mas devem implementar medidas análogas de segregação e prevenção de conflitos quando participante detiver participação relevante (art. 152, com as alterações da RCVM 220/2024). O conselho de administração do balcão organizado deve ter no mínimo 25% de conselheiros independentes (art. 153), versus a maioria exigida para bolsas.

1.5.Participantes

Em regra, as operações em mercado organizado devem ser realizadas por participante autorizado, que é necessariamente integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 76). O participante atua como intermediário, recebendo ordens de clientes e as transmitindo ao mercado (art. 77).

Os deveres do intermediário incluem: recusar ordens que configurem práticas não equitativas ou violem a legislação; manter registro completo de todas as ordens recebidas e operações realizadas; identificar o comitente final; e executar ordens com diligência (art. 77). A identificação do comitente final é obrigatória e deve ser feita antes da execução do negócio (art. 78).

No balcão organizado, admite-se a negociação ou o registro de operações sem intermediário, desde que a liquidação seja assegurada contratualmente

pela entidade administradora ou realizada diretamente entre as contrapartes (art. 144). Essa flexibilidade distingue estruturalmente o balcão organizado da bolsa e reflete a diversidade de produtos e investidores que acessam esse mercado.

A admissão de participante exige avaliação da estrutura organizacional, controles internos, recursos humanos e materiais, idoneidade e aptidão profissional (art. 83). Os requisitos devem observar princípios de igualdade de acesso, respeito à concorrência e, após a RCVM 220/2024, de não discriminação em razão de relacionamentos comerciais ou societários com a entidade administradora (art. 83, parágrafo único). O regulamento de admissão deve tratar de patrimônio alocado a riscos, segregação, sincronização de relógios no padrão UTC, departamento de compliance, adesão ao MRP e hipóteses de suspensão e cancelamento (art. 84).

Os participantes são responsáveis pelos negócios realizados e pelas operações registradas, tanto perante clientes quanto perante contrapartes (art. 85). Respondem inclusive por negócios realizados sem poderes de representação, por perda ou alienação indevida de valores mobiliários, pela evicção solidariamente com o alienante e pela liquidação (art. 85, § 1º). Essa responsabilidade pode ser excluída em operações realizadas em sistema bilateral ou por meio de registro de operações previamente realizadas no balcão organizado (art. 85, § 2º).

1.6. Listagem, admissão à negociação e mercado secundário

Somente podem ser negociados em mercado organizado os valores mobiliários autorizados pela CVM (art. 87). A admissão de derivativos depende de prévia aprovação do modelo de contrato pelo regulador, nos termos do Anexo Normativo II (art. 87, parágrafo único).

A listagem de emissor depende de solicitação do emissor e decisão favorável da entidade administradora (art. 88). Determinados valores

mobiliários – ações, BDRs patrocinados, valores mobiliários de dívida de emissores registrados – exigem a listagem prévia do emissor (art. 88, § 1º).

É permitida a negociação simultânea em mais de uma categoria de mercado organizado (art. 90), com exceção de ações e valores mobiliários representativos de ações, cuja negociação simultânea em bolsa e balcão organizado é vedada, salvo em operações com grandes lotes (art. 90, parágrafo único).

A entidade administradora pode se listar como emissora nos mercados por ela administrados (art. 92), cabendo ao departamento de autorregulação atestar a conformidade da admissão e fiscalizar integralmente – sem amostragem – as operações com seus próprios valores mobiliários (art. 93).

A suspensão se justifica quando deixem de existir os requisitos de admissão (falta sanável) ou quando informação vaga, incompleta ou duvidosa possa influir na cotação ou induzir investidores a erro (art. 96). A exclusão é obrigatória quando os requisitos não existirem de forma insanável ou quando a situação que motivou a suspensão não for corrigida (art. 97).

A suspensão ou exclusão de valor mobiliário em um mercado acarreta a imediata suspensão ou exclusão nos demais mercados organizados em que esteja admitido, bem como dos derivativos cujos ativos subjacentes sejam afetados (art. 98). A CVM também pode determinar diretamente a suspensão ou exclusão (art. 99).

A norma admite operações com grandes lotes de ações e valores representativos de ações em segmentos específicos de bolsa ou balcão (art. 95). Para serem elegíveis, as operações devem envolver lote mínimo divulgado pela CVM, ser realizadas com lote único e indivisível, e contar com intermediário (art. 95, § 1º). A CVM divulga periodicamente a lista de valores mobiliários elegíveis, com base em indicadores de liquidez como volume diário de negociação e frequência de pregões (art. 95, §§ 2º e 3º, com redação da RCVM 170/2022).

1.7. Regras de negociação

Em bolsa, a formação de preços deve ocorrer em sistema centralizado e multilateral, com precedência à oferta de melhor preço e observância da ordem cronológica de entrada, ressalvados procedimentos especiais previstos em regulamento aprovado pela CVM (art. 116).

As regras de negociação devem visar a impedir ou coibir fraude, manipulação, condições artificiais de preço e práticas não equitativas, assegurar igualdade de tratamento entre participantes e proporcionar transparência adequada (art. 119). A entidade deve divulgar as operações e suas características de forma ampla e equitativa (art. 117) e pode aplicar procedimentos especiais de negociação para operações fora dos padrões de quantidade ou preço (art. 121).

O balcão organizado pode operar por quatro modalidades distintas: sistema centralizado e multilateral; execução com formador de mercado como contraparte; sistema centralizado e bilateral; e registro de operações previamente realizadas (art. 142).

As operações nas duas primeiras modalidades devem ser necessariamente compensadas e liquidadas por instituição operadora que assuma a posição de contraparte central (art. 142, parágrafo único). As regras de negociação devem evitar fraude e manipulação, assegurar igualdade de tratamento e coibir práticas não equitativas (art. 148).

A autorização para operar por registro de operações previamente realizadas equivale à permissão para prestação do serviço de registro de valores mobiliários nos termos da Lei nº 6.385/1976 e da Lei nº 12.810/2013 (art. 143).

As entidades que operam sistema de registro devem desenvolver mecanismos de interoperabilidade que possibilitem a portabilidade de registros, assegurando integridade e unicidade (art. 151).

O diretor geral pode adotar medidas cautelares fundamentadas, incluindo: decretar recesso em emergência grave; suspender provisoriamente participante; impedir operações com indícios de irregularidade; e cancelar negócios não liquidados (art. 100). A CVM pode adotar medidas ainda mais amplas em situações anormais de mercado (art. 2º, XV), que incluem indícios de condições artificiais, dúvida sobre informação adequada, atuação de não autorizados, risco à confiabilidade do mercado ou grave emergência (art. 112 e seguintes).

Sempre que os serviços de compensação, liquidação, depósito centralizado ou registro de ativos forem prestados por entidades distintas, a entidade administradora do mercado deve estabelecer mecanismos de cooperação e intercâmbio de informações com essas infraestruturas, de modo a assegurar a integridade dos registros, a consistência das operações e a adequada coordenação dos processos de negociação, compensação e liquidação.

1.8.Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)

As entidades administradoras de bolsa devem manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP) com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento por ação ou omissão de participantes ou de seus administradores, empregados e prepostos, em relação à intermediação de operações ou ao serviço de custódia (art. 124).

As hipóteses mínimas de ressarcimento incluem: inexecução ou infiel execução de ordens; uso inadequado de numerário e valores mobiliários; entrega de valores mobiliários ilegítimos; inautenticidade de endosso ou ilegitimidade de procuração; descumprimento do dever de adequação (suitability); e encerramento de atividades (art. 124, § 1º).

O MRP também cobre recursos depositados em conta corrente no participante em caso de intervenção ou liquidação extrajudicial (art. 124, § 2º).

O investidor pode pleitear ressarcimento no prazo de 18 meses a contar do fato gerador (art. 127). As regras processuais devem limitar a tramitação total a 200 dias úteis entre o pedido e a decisão final (art. 126, § 1º, III, com redação da RCVN 220/2024).

A entidade deve definir instâncias de condução e decisão final, composição da instância recursal, valor máximo de ressarcimento, política de administração do fundo, e forma de recomposição dos recursos quando o saldo ficar abaixo do mínimo (art. 126, § 1º). A decisão deve ser comunicada às partes com seus fundamentos, valor e condições de pagamento e indicação do responsável pelo prejuízo (art. 129).

Com a RCVN 220/2024, o regime recursal foi reformulado. A SMI passou a poder analisar aspectos formais e materiais de decisões do MRP e submeter ao Colegiado teses de ampla repercussão ainda não pacificadas, em abstrato, sem alterar decisões concretas (art. 132).

O patrimônio do MRP deve ter escrituração própria e especial, com demonstrações financeiras auditadas e balancete mensal (arts. 137-139). A descontinuidade do MRP depende de aprovação da CVM, mediante demonstração de que não subsiste sua finalidade, não é mais possível a formulação de reclamações e todos os débitos estão quitados (art. 136).

1.9. Gestão de riscos, continuidade e segurança cibernética

As entidades administradoras devem desenvolver e manter políticas e procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos adequados para: garantir o cumprimento da legislação; identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar e mitigar riscos regulatório, de crédito, de liquidez, operacional, estratégico e financeiro; mitigar efeitos de interrupções em prestadores de serviço; e controlar riscos de cada mercado de forma segregada e conjunta (art. 101).

As políticas devem considerar riscos individualmente não significativos que se tornem relevantes quando combinados (art. 101, § 1º). Anualmente, deve ser elaborado relatório de avaliação do funcionamento e eficácia dos controles, submetido ao conselho de administração e à SMI (art. 101, §§ 3º e 4º).

As entidades devem implementar processo de análise de impacto para identificar e classificar processos críticos de negócio, e manter planos de continuidade que estabeleçam procedimentos para funcionamento em situações de interrupção, prazos estimados para reinício e indicador de disponibilidade (art. 104).

Os planos devem abranger, no mínimo, sete processos: recepção e ordenamento de ofertas; abertura e fechamento dos ambientes; realização de oferta pública; divulgação de informações; registro de negócios; supervisão do mercado; e gerenciamento de risco de pré-negociação (art. 105). Devem incluir duplicação e guarda de informações e capacidade de reinício em base geográfica distinta (art. 105, § 2º). Os planos devem ser testados ao menos anualmente (art. 106, I).

A RCVM 135 dedica a Seção III do Capítulo VII inteiramente à segurança cibernética. As entidades devem manter programa de segurança cibernética para: prevenir, identificar, tratar e responder a incidentes; realizar revisões periódicas de riscos cibernéticos; e avaliar a segurança de prestadores de serviço que tenham acesso a dados ou informações sensíveis (art. 107).

O programa deve incluir controles de acesso a dados sensíveis, criptografia de dados em trânsito e em repouso, rastreabilidade, simulações de ataques e procedimentos de resposta a incidentes (art. 108). As entidades devem manter registro de incidentes cibernéticos por ao menos cinco anos e comunicar à CVM incidentes relevantes com prazo e conteúdo definidos pela SMI (arts. 109-110).

A entidade deve atribuir a responsabilidade pelo programa de segurança cibernética a um diretor estatutário. Prestadores de serviços terceirizados com

acesso a dados sensíveis devem ter suas práticas de segurança avaliadas e monitoradas periodicamente (art. 111). A classificação dos dados como sensíveis deve considerar seu potencial impacto caso sejam acessados, divulgados ou perdidos indevidamente (art. 108, parágrafo único).

1.10. Regime de informação, transparência e confidencialidade

As entidades devem manter política de divulgação abrangendo, no mínimo: preços e volumes negociados; regras de funcionamento dos mercados; tabela de emolumentos e taxas; indicadores de desempenho do mercado; e estatísticas gerais dos mercados (art. 39).

A divulgação deve ser feita de forma ampla, equitativa e pública, por meio da página da entidade na internet (art. 39, § 2º). As regras de funcionamento, incluindo regulamentos de negociação, listagem, penalidades e processamento de ordens, também devem ser publicadas (arts. 15-16).

A CVM pode autorizar a divulgação diferida ou agrupada de informações quando a divulgação imediata puder prejudicar o funcionamento regular do mercado (art. 40).

Os administradores, funcionários e prepostos da entidade administradora e dos participantes estão sujeitos a deveres de conduta e vedações específicos. Os deveres incluem exercer o cargo com boa-fé, probidade e diligência, guardando sigilo sobre as informações obtidas (art. 36). As vedações incluem: operar ou mediar operações a preço ou condições diferentes das propostas; estabelecer condições não equitativas entre clientes; e exercer a intermediação com habitualidade sem autorização (art. 37).

A proteção de informações sensíveis permeia toda a norma. Os integrantes do departamento de autorregulação devem preservar o sigilo das informações obtidas no exercício de suas competências (arts. 51 e 60).

As regras de conduta dos integrantes da autorregulação devem disciplinar as condições em que podem deter e negociar com valores

mobiliários admitidos à negociação (art. 52, III). O departamento de autorregulação deve incluir entre seus mecanismos a previsão de procedimentos de proteção do denunciante e da confidencialidade da informação (art. 32, II).

1.11. Autorização, supervisão e aprovação prévia

Podem requerer autorização as pessoas jurídicas que demonstrem dispor de condições financeiras, técnicas e operacionais, bem como estrutura, regras, controles internos e segregação adequados e suficientes (art. 156).

O pedido é instruído com documentação detalhada no formulário do Anexo B e analisado pela SMI, devendo ser apreciado pelo Colegiado em até seis meses (balcão organizado) ou nove meses (bolsa) a partir da confirmação do recebimento de todos os documentos (art. 159).

A SMI pode solicitar documentos adicionais e submeter o pedido a consulta pública (art. 160). A ausência de manifestação nos prazos implica deferimento automático, embora o Colegiado possa prorrogá-los por até três meses (art. 162, §§ 2º e 3º).

A autorização pode ser cancelada a pedido da entidade, por decisão administrativa ou compulsoriamente em caso de falência, liquidação ou dissolução (art. 173). Em caso de cancelamento voluntário, a entidade deve cessar as atividades somente após a liquidação de todas as operações pendentes, a transferência de valores mobiliários depositados e a conclusão dos processos disciplinares em curso (art. 174).

A SMI pode designar outra entidade para atuar como administradora interina nos mercados descontínuos (art. 176). O Colegiado pode determinar a extinção compulsória do mercado se houver descumprimento continuado ou grave das condições de funcionamento (art. 177).

Independentemente da autorização inicial, determinados atos da entidade administradora dependem de aprovação prévia da CVM: alterações

estatutárias, alterações normativas e regulamentares, e outras deliberações dos órgãos de administração (art. 180).

O prazo para aprovação é de 20 dias úteis, prorrogável por mais 20, com formulação de exigências uma única vez (arts. 182-183). O Colegiado delibera nos casos que alterem características fundamentais dos mercados, modifiquem significativamente a organização interna, modifiquem substancialmente regras de admissão ou obrigações de emissores, ou que, pela avaliação de risco da SMI, justifiquem sua submissão ao colegiado (art. 184). A ausência de manifestação nos prazos implica deferimento automático (art. 182, § 11).

1.12. Dimensão internacional e regimes especiais

Bolsas estrangeiras podem solicitar a instalação de telas de acesso à negociação em instituições do sistema de distribuição brasileiro, desde que sejam reconhecidas e autorizadas em seu país de origem, estejam sujeitas a supervisão por autoridade reguladora com a qual a CVM mantenha convênio ou que seja signatária do MMOU da IOSCO, e cujos requisitos de funcionamento sejam substancialmente equivalentes aos da RCVM 135 (art. 167).

A intermediação deve ser feita por integrante do sistema de distribuição brasileiro (art. 168). A bolsa estrangeira deve fornecer informações adequadas para que o intermediário monitore as operações e cumpra seus deveres perante os clientes (art. 170).

O Anexo Normativo II disciplina a aprovação e o registro de contratos derivativos negociados em mercado organizado. O pedido de aprovação de modelo de contrato deve ser submetido à SMI com informações sobre características do contrato, especificações técnicas, mecanismos de formação de preço, ativos subjacentes e procedimentos de liquidação (Anexo II, art. 5º).

Os ativos subjacentes devem ter valor apurado com base em preços e metodologias consistentes e verificáveis (Anexo II, art. 7º). A entidade deve

divulgar boletim com preços de referência dos ativos subjacentes (Anexo II, art. 8º). Competem à entidade administradora de balcão organizado a aprovação dos contratos derivativos admitidos a registro (Anexo II, art. 9º).

O Anexo Normativo III trata de tema específico: a negociação em bolsa de recibos de subscrição de ações quando houver distribuição simultânea no Brasil e no exterior.

Esses recibos somente podem ser negociados dentro do prazo compreendido entre o registro da distribuição na CVM e a homologação do aumento de capital, limitado a sete dias úteis (Anexo III, art. 2º, § 1º).

Somente ações de companhias de capital autorizado que tenham deliberado a exclusão do direito de preferência e contratado garantia firme são elegíveis (Anexo III, art. 3º). O líder da distribuição é responsável pela legitimidade dos recibos (Anexo III, art. 4º).

2. Intermediação

A Resolução CVM nº 35/2021 é o marco regulatório central da intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados no Brasil³. A norma estabelece regras e procedimentos que devem ser observados por todo intermediário, conceito que abrange as instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, negociando valores mobiliários por conta própria e de terceiros em mercados

³ Ela substituiu um conjunto fragmentado de normas anteriores — notadamente a Instrução CVM nº 505/2011, que havia disciplinado a matéria por quase uma década — e promoveu uma consolidação normativa alinhada ao Decreto nº 10.139/2019, que determinou a revisão e simplificação dos atos normativos inferiores no âmbito federal. A RCVM 35 passou por três ciclos de alteração relevantes. A Resolução CVM nº 134/2022 introduziu o regime de melhor execução (best execution) e novas obrigações de transparência para intermediários em mercado de balcão não organizado. A Resolução CVM nº 179/2023 substituiu a figura do agente autônomo de investimento pela do assessor de investimento e acrescentou o Capítulo VII-A sobre informações remuneratórias e conflitos de interesse. Por fim, a Resolução CVM nº 209/2024 inseriu disposições sobre a portabilidade de valores mobiliários (Capítulo IX-A).

regulamentados (art. 2º, VII) – notadamente corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVMs), distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVMs).

A RCVM 35 não se aplica às corretoras de mercadorias, cujas atividades possuem regulamentação própria (art. 1º, parágrafo único). A norma tampouco disciplina a atividade de intermediação em ofertas públicas de distribuição, que possui regulamento específico na Resolução CVM nº 160/2022. Seu campo de incidência primordial é a intermediação em mercados secundários organizados e em balcão não organizado.

2.1. Definições

O art. 2º da RCVM 35 concentra as definições operacionais que permeiam toda a norma. Alguns conceitos merecem destaque por sua centralidade funcional.

- Comitente ou cliente (art. 2º, I): pessoas naturais, pessoas jurídicas, fundos de investimento, clubes de investimento e investidores não residentes.
- Investidor não residente é relevante porque incorpora ao regime de intermediação as especificidades da Resolução CMN nº 4.373/2014 (e normativos supervenientes) sobre investimento estrangeiro no mercado de capitais brasileiro.
- Pessoas vinculadas (art. 2º, XII⁴): define o perímetro de aplicação de diversas restrições da norma, como a obrigatoriedade de negociar exclusivamente por meio do intermediário ao qual a pessoa está vinculada (art. 25) e a prioridade das ordens de clientes sobre as de

⁴ Administradores, funcionários, operadores e prepostos do intermediário que desempenhem atividades de intermediação ou suporte operacional; assessores de investimento que prestem serviços ao intermediário; outros profissionais contratados para intermediação ou suporte operacional; controladores do intermediário, diretos ou indiretos; sociedades controladas pelo intermediário ou por pessoas vinculadas; cônjuges, companheiros e filhos menores dessas pessoas; e, por fim, clubes e fundos de investimento cuja maioria das cotas pertença a pessoas vinculadas, salvo se geridos discricionariamente por terceiros não vinculados.

pessoas vinculadas em caso de concorrência simultânea (art. 21, §2º, II).

- Distinção entre ordem e oferta: a ordem é o ato prévio pelo qual o cliente determina ao intermediário a negociação ou registro de operação com valor mobiliário, nas condições que especificar (art. 2º, X). Já a oferta é o ato pelo qual o intermediário manifesta a intenção de realizar um negócio, registrando termos e condições no sistema de negociação da entidade administradora (art. 2º, IX). A ordem antecede a oferta, que por sua vez antecede o negócio.

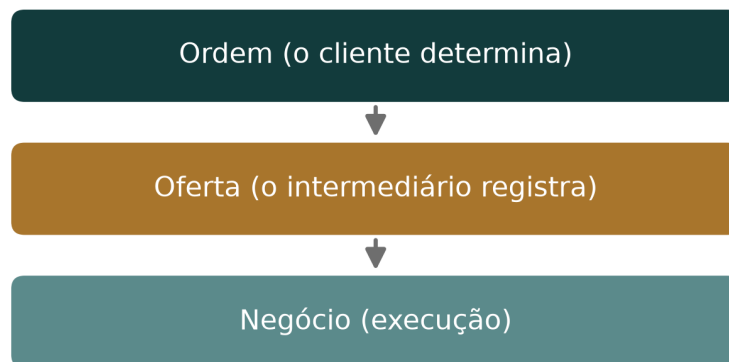


Figura 2 – Sequência da negociação: da ordem ao negócio

Elaboração própria.

Os demais conceitos definidos no art. 2º – como processos críticos de negócio, sistemas críticos, incidente relevante de segurança cibernética e serviços relevantes – alimentam os capítulos dedicados à continuidade de negócios e à segurança da informação, que serão examinados adiante.

2.2. Governança

O art. 4º estabelece a obrigação genérica de o intermediário adotar e implementar regras adequadas e eficazes para o cumprimento da RCV 35, bem como procedimentos e controles internos para verificar a implementação, aplicação e eficácia dessas regras.

A norma exige que esses instrumentos devem ser escritos, passíveis de verificação e acessíveis às pessoas vinculadas, à CVM, às entidades administradoras de mercados organizados e à entidade autorreguladora (art. 4º, §1º). Assim, não basta existir um manual de regras: ele precisa ser efetivamente implementado e sua aplicação precisa ser demonstrável.

O §2º do art. 4º é particularmente relevante na atividade sancionadora da CVM: constitui descumprimento não apenas a inexistência ou insuficiência das regras, mas também a sua não implementação ou implementação inadequada.

A norma vai além e tipifica evidências de implementação inadequada: a reiterada ocorrência de falhas e a ausência de registro consistente da aplicação da metodologia (art. 4º, §3º). Esse dispositivo sinaliza que a CVM espera não apenas normativos internos formais, mas um processo vivo de compliance, com registros que demonstrem a aplicação concreta das políticas.

A responsabilidade final pela aprovação das regras e pela supervisão do cumprimento e efetividade dos controles recai sobre os órgãos de administração do intermediário (art. 4º, §4º), o que projeta a responsabilidade para o nível estatutário e societário da governança corporativa.

O art. 5º determina a indicação de dois diretores estatutários com funções distintas: um diretor responsável pelo cumprimento das normas da RCVM 35 (inciso I) e um diretor de controles internos, responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos (inciso II)⁵.

A nomeação ou substituição desses diretores deve ser comunicada à CVM e às entidades administradoras de mercados organizados no prazo de sete

⁵ A norma veda expressamente que as duas funções sejam desempenhadas pelo mesmo diretor (art. 5º, §2º), criando uma segregação que visa assegurar independência entre a gestão operacional do compliance e a verificação de sua eficácia. A função de diretor de controles internos não pode ser exercida em conjunto com funções relacionadas à mesa de operações (art. 5º, §3º), reforçando a separação entre primeira e segunda linhas de defesa. Adicionalmente, a norma admite que o intermediário designe um terceiro diretor para as obrigações dos Capítulos XI e XII (continuidade de negócios e segurança da informação), desde que não haja conflito de interesses e a atribuição conste da política de segurança da informação (art. 5º, §4º).

dias úteis (art. 5º, §1º). Todos esses diretores devem agir com probidade, boa-fé e ética profissional, empregando o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição (art. 5º, §5º).

O diretor de controles internos é obrigado a elaborar um relatório anual⁶, a ser encaminhado aos órgãos de administração do intermediário até o último dia útil de abril de cada ano (art. 5º, §6º). Esse relatório constitui um dos documentos mais relevantes do ciclo de compliance do intermediário.

2.3. Cadastro de clientes

O regime cadastral da RCV 35 é relativamente enxuto em termos de conteúdo mínimo, remetendo a norma específica para detalhamento (art. 6º), no caso, a Resolução CVM nº 50/2021.

O intermediário deve efetuar e manter o cadastro de seus clientes, podendo fazê-lo em sistema eletrônico (art. 6º, §1º), desde que este possibilite acesso imediato aos dados cadastrais e utilize tecnologia capaz de cumprir integralmente as exigências regulatórias (art. 6º, §2º).

Um aspecto operacional relevante é a obrigação de identificar pessoas autorizadas a emitir ordens em nome de mais de um comitente e informar essa multiplicidade às entidades administradoras de mercado organizado (art. 6º, §3º). Esse dispositivo visa subsidiar o monitoramento de mercado e a detecção de condutas irregulares, como eventuais estratégias coordenadas entre contas.

O cadastro deve permitir a identificação de data e conteúdo de todas as alterações e atualizações realizadas (art. 7º). Os sistemas eletrônicos devem conter trilhas de auditoria íntegras e suficientes para assegurar o rastreamento de inclusões, alterações e exclusões, identificando o usuário responsável, data e horário do evento e a natureza da operação (art. 7º, parágrafo único).

⁶ A BSM disponibilizou guias para a implementação do Relatório de Avaliação Interna de Risco (RAIR) e Relatório de Controles Internos (RCI): <https://www.bsmsupervisao.com.br/w/guias-bsm-para-elabora%C3%A7%C3%A3o-do-rair-e-do-rci-1>.

A norma disciplina ainda a atualização cadastral junto a entidades administradoras e de compensação e liquidação (art. 8º), a faculdade de cadastro unificado dentro de conglomerados financeiros (art. 9º) e a restrição à mudança de endereço sem ordem expressa do titular (art. 10). A elaboração e manutenção centralizadas de cadastros podem ser autorizadas pela CVM em favor de entidades administradoras, de compensação e liquidação, ou representativas de participantes do mercado (art. 11).

2.4.Ordens

O art. 12 consagra o princípio da anterioridade da ordem: o intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação para um cliente mediante ordem prévia e nas condições estabelecidas. As exceções devem estar previstas em lei ou em normas da CVM e das entidades administradoras.

A ordem pode ser transmitida por três canais: telefone ou outros sistemas de transmissão de voz (inciso I do §1º); por escrito, incluindo presencialmente ⁷, correio eletrônico ou outros sistemas de mensagens eletrônicas; ou por sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado (*Direct Market Access – DMA*)⁸.

⁷ A ordem presencial deve ser documentada previamente à execução, em meio físico ou digital, contendo data e horário de recebimento, assinatura do cliente, identificação de quem a recebeu, natureza e tipo da ordem, prazo de validade e descrição do valor mobiliário com quantidades e preços (art. 15). Trata-se de requisitos mínimos que buscam viabilizar a comprovação do conteúdo da instrução recebida.

⁸ O acesso direto ao mercado (DMA) é disciplinado nos arts. 16 a 19. O intermediário que receba ordens por DMA deve adotar procedimentos para identificar a origem das ordens e assegurar o rastreamento de seu emissor, além de manter sistema de gerenciamento de riscos pré-operacionais com limites operacionais e parâmetros para identificar erros (art. 16, §1º). O intermediário e o administrador de carteira não residentes somente podem ser usuários de terminais DMA se sediados em país cujo regulador tenha celebrado acordo de cooperação com a CVM ou seja signatário do memorando multilateral da IOSCO, e se registrados como intermediário ou administrador de carteira em seu país de origem (art. 17).

Todas as ordens devem ser registradas, com identificação do horário de recebimento, do cliente emissor e das condições para execução (art. 12, §2º). O cadastro do cliente deve indicar as formas de transmissão autorizadas (art. 12, §3º) e o intermediário deve identificar e registrar o emissor da ordem por ocasião de sua transmissão (art. 12, §4º).

A norma impõe ao intermediário a obrigação de arquivar os registros das ordens transmitidas e as condições em que foram executadas, independentemente da forma de transmissão (art. 13). Os procedimentos de arquivamento devem garantir confidencialidade, autenticidade, integridade e disponibilidade das informações, bem como a manutenção de cópias de segurança em ambiente distinto do armazenamento principal (art. 13, parágrafo único).

Adicionalmente, o intermediário deve manter sistema de gravação⁹ de todos os diálogos mantidos com clientes, inclusive por intermédio de prepostos, de forma a gravar ordens transmitidas por voz (art. 14). Esse sistema deve manter controle das linhas e ramais telefônicos utilizados por cada usuário (art. 14, §1º). As entidades administradoras devem adotar regulamento sobre o sistema de gravação e realizar sua fiscalização (art. 14, §§2º a 4º).

O art. 13-A, incluído pela RCV 134/2022, estabelece obrigações específicas para ordens que exijam procedimentos especiais no regulamento da EAM. Ao receber tais ordens, o intermediário deve alertar o cliente sobre a necessidade de procedimentos especiais, obter declaração expressa do vendedor sobre desconhecimento de informação relevante não pública, existência de vínculo com controladores ou administradores do emissor, e

⁹ Na prática, o sistema de gravação é uma peça essencial para a reconstrução da cadeia de responsabilidades em caso de controvérsias, reclamações ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) ou investigações da CVM. A integridade das gravações é, portanto, não apenas uma exigência formal, mas um instrumento de proteção tanto do investidor quanto do próprio intermediário.

quantidade total de valores mobiliários envolvida, além de informar imediatamente à entidade administradora.

2.5. Dever de melhor execução (*best execution*)

A Resolução CVM nº 134/2022 trouxe uma reformulação substancial do art. 20, introduzindo no direito brasileiro o princípio de *best execution*, já consagrado em jurisdições como Estados Unidos (SEC Rule 606, Regulation NMS) e União Europeia (MiFID II). O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza e qualquer outra consideração relevante¹⁰.

Para investidores de varejo, o fator preponderante deve ser o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário somado a todos os custos de execução, incluindo toda e qualquer despesa suportada pelo investidor (art. 20, §1º). Quando houver instrução específica do cliente, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada (art. 20, §2º).

O art. 31, §2º, complementa o regime de *best execution* ao vedar que o intermediário considere, para fins da decisão de execução, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados ao cliente. Esse dispositivo é particularmente relevante no contexto de payment for order flow e de rebates recebidos de ambientes de negociação, práticas que geram debates regulatórios intensos em diversas jurisdições.

¹⁰ A lógica de *best execution* é reforçada pela vedação de que o intermediário considere, para fins da decisão de execução de ordens, benefícios de qualquer natureza que receba de ambientes de negociação e que não sejam repassados ao cliente. Essa regra busca evitar que incentivos econômicos do intermediário distorçam a escolha do mercado ou sistema de negociação, assegurando que a decisão de execução seja orientada exclusivamente pelo melhor resultado possível para o investidor. Essa regra visa proteger esses investidores contra práticas em que o intermediário poderia direcionar ordens a ambientes de negociação que lhe rendem maiores comissões, em detrimento do custo total para o cliente.

O art. 21, com redação dada pela RCVM 134/2022, obriga o intermediário a estabelecer regras¹¹, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a permitir a obtenção das melhores condições disponíveis, possibilitar a vinculação a qualquer tempo entre ordem, oferta e negócio, e assegurar que os clientes tenham sido informados sobre os mercados em que os valores mobiliários podem ser negociados, inclusive aqueles dos quais o intermediário não seja participante (art. 21, III, alíneas “a” e “b”).

A prioridade cronológica na execução de ordens concorrentes é a regra geral, excetuados procedimentos específicos previstos em regulamento aprovado pela CVM (art. 21, §2º, I). Em caso de ordens concorrentes simultâneas, as de clientes não vinculados têm prioridade sobre as de pessoas vinculadas (art. 21, §2º, II). As regras devem ser elaboradas em linguagem clara, previamente informadas aos clientes e disponibilizadas na página do intermediário, aplicativos e outras interfaces (art. 21, §3º).

2.6. Identificação de comitentes e reespecificação

O intermediário deve identificar o comitente final em todas as ordens que transmita ou repasse, ofertas que coloque e operações que execute ou registre (art. 23). As entidades de compensação e liquidação somente podem realizar a compensação e liquidação de operações cujo comitente final esteja cadastrado em seu sistema (art. 23, §1º). Para negócios comandados por intermédio da mesa de operações, a identificação do comitente final deve ocorrer no prazo máximo de trinta minutos após o registro do negócio (art. 23, §2º).

¹¹ Para intermediários em mercado organizado, as regras internas devem conter, no mínimo, tipos de ordens aceitas, horários de recebimento, formas de transmissão, prazo de validade, procedimentos de recusa, registro, cancelamento ou alteração, critérios de atendimento e distribuição de negócios e fatores para escolha do mercado e sistema de negociação (art. 21, §1º).

A reespecificação de negócios é, em regra, vedada (art. 24)¹². As restrições à reespecificação visam combater a prática conhecida como *cherry picking*, em que operações lucrativas são alocadas *ex post* a determinadas contas em detrimento de outras. A exigência de identificação tempestiva do comitente final reforça a integridade do processo de alocação de negócios.

2.7. Pessoas vinculadas, remuneração e conflitos de interesse

O Capítulo VI da RCV 35 estabelece o regime de negociação aplicável às pessoas vinculadas ao intermediário. A regra central é que essas pessoas somente podem negociar valores mobiliários por conta própria, direta ou indiretamente, por meio do intermediário a que estiverem vinculadas (art. 25).

Essa concentração obrigatória tem uma finalidade dupla: permite ao intermediário monitorar e controlar as operações de suas pessoas vinculadas, e facilita a supervisão regulatória e autorreguladora¹³.

As operações realizadas para a carteira própria do intermediário equiparam-se às de pessoas vinculadas (art. 25, §2º). Pessoas vinculadas a mais de um intermediário devem escolher apenas um deles para negociar, com exclusividade, valores mobiliários em seu nome (art. 25, §3º).

O Capítulo VII-A, integralmente incluído pela RCV 179/2023, constitui uma das inovações regulatórias mais significativas do regime de intermediação

¹² A norma admite três exceções. Primeira: o administrador de carteira autorizado nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/1976 pode reespecificar operações realizadas exclusivamente para contas de carteiras e fundos por ele administrados, previamente cadastradas junto ao intermediário (art. 24, §1º). Segunda: intermediários e administradores de carteira não residentes podem reespecificar para contas de sua carteira própria, clientes ou fundos administrados (art. 24, §2º). Terceira: o intermediário pode reespecificar operações com erro operacional devidamente justificado e documentado (art. 24, §3º).

¹³ As exceções previstas no §1º do art. 25 são taxativas: instituições financeiras e entidades equiparadas (inciso I); operações em mercado organizado em que o intermediário não seja autorizado a operar (inciso II); operações em que o intermediário não participe da distribuição pública (inciso III); e negociações por instituição contratualmente obrigada a prestar informações sobre operações de pessoas vinculadas, com autorização expressa destas (inciso IV).

brasileiro recente. Inspirado em tendências internacionais – particularmente na MiFID II europeia e no regime da SEC quanto a *payment for order flow* –, o capítulo impõe ao intermediário obrigações de transparência em três camadas: qualitativa permanente¹⁴, quantitativa no momento da operação¹⁵ e periódica trimestral¹⁶.

A descrição de conflitos de interesse deve considerar incentivos para recomendar operações via corretagem, esforço de venda por assessores vinculados a múltiplos intermediários, recebimento de rebates e comissões, direcionamento de ordens a determinados ambientes de negociação e oferta de valores mobiliários emitidos ou geridos pelo próprio intermediário ou seu grupo econômico (art. 26-D).

¹⁴ O intermediário deve informar seus clientes sobre sua remuneração pela oferta de valores mobiliários e sobre potenciais conflitos de interesse (art. 26-A). As informações devem ser verdadeiras, completas, consistentes, não indutoras de erro, escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa (art. 26-A, §§1º e 2º). Ainda, deve disponibilizar em sua página na internet a descrição qualitativa de todas as formas e arranjos de remuneração e conflitos de interesse pertinentes à sua atuação (art. 26-B). Não é necessário divulgar valores ou percentuais efetivamente praticados, mas sim os parâmetros e termos gerais adotados (art. 26-B, §1º). A página deve ser atualizada no mesmo dia em que qualquer informação relevante for modificada (art. 26-B, §2º). A descrição qualitativa da remuneração deve abranger todas as formas de remuneração direta ou indireta e os arranjos de que decorrem, incluindo taxas diretamente cobradas dos investidores, percentual de taxa de administração e de performance, spread, taxas de distribuição, taxas de conversão cambial, percentual de volume de ordens direcionadas a outros intermediários e a ambientes de negociação específicos (art. 26-C).

¹⁵ No mesmo momento e ambiente franqueado ao cliente para transmissão da ordem de investimento ou desinvestimento, o intermediário deve indicar a forma de sua remuneração e respectivos arranjos, acompanhada dos valores ou percentuais efetivamente praticados para o produto ou serviço especificamente ofertado (art. 26-E). Quando a remuneração envolva spread ou parâmetros de mercado não conhecidos no momento da transmissão, o intermediário deve estimar valores de forma razoável e consistente com situações similares (art. 26-E, §2º).

¹⁶ O intermediário deve enviar trimestralmente extrato com informações sobre a remuneração auferida em virtude dos investimentos do cliente, discriminando modalidade de investimento, natureza da remuneração e parcela correspondente à remuneração de assessores de investimento (art. 26-F, §1º). O extrato deve ser enviado em até trinta dias após o encerramento do trimestre e compreender a remuneração total do período, inclusive quando decorrente de investimentos realizados anteriormente (art. 26-F, §§3º e 4º). Importante notar que as obrigações do Capítulo VII-A não se aplicam a investidores profissionais (art. 26-G, I), mas se aplicam a intermediários brasileiros também em relação a serviços de captação contratados por intermediários estrangeiros para investidores brasileiros (art. 26-G, II).

2.8. Normas de conduta: deveres e vedações

O art. 31 estabelece os deveres fiduciários fundamentais do intermediário: exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. É vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses dos clientes (art. 31, §1º). Esses deveres são análogos aos que a regulação brasileira impõe a administradores fiduciários e gestores de fundos de investimento, refletindo a posição de confiança que o intermediário ocupa no mercado.

O art. 32 impõe ao intermediário a obrigação de estabelecer regras, procedimentos e controles internos aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados por conflitos de interesses.

O art. 33 detalha um extenso rol de deveres operacionais¹⁷.

O art. 36-A, incluído pela RCV 134/2022, obriga o intermediário a manter em local de fácil acesso orientação sobre o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos nos mercados organizados em que seja participante, incluindo tipos de operações cobertas e procedimentos para que o investidor pleiteie o ressarcimento.

Por fim, o art. 37 enumera as seguintes vedações impostas ao intermediário¹⁸.

¹⁷ Incluindo: zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado; manter controle das posições dos clientes com conciliação periódica entre ordens executadas, bases de dados internas e posições fornecidas por entidades de compensação; manter sistema de conta-corrente para registro de movimentações financeiras; informar à CVM indícios de violação da legislação no prazo de cinco dias úteis; suprir clientes com informações sobre produtos oferecidos, seus riscos e mecanismos de ressarcimento de prejuízos; diferenciar nas notas de corretagem os valores de corretagem, outros serviços e taxas de terceiros; monitorar continuamente as operações intermediadas para identificar tentativas de vantagem indevida; e garantir a implementação do plano de continuidade e da política de segurança da informação.

¹⁸ As vedações são: utilizar contas-correntes com mais de dois titulares; aceitar ou executar ordens de clientes não cadastrados ou com cadastros desatualizados, ressalvados pedidos de encerramento de conta ou alienação e resgate de valores mobiliários; permitir que pessoas não autorizadas pela CVM exerçam atividades próprias do sistema de distribuição; exercer administração de carteira sem autorização; cobrar corretagem durante o período de distribuição pública; executar transferências entre contas-correntes de titularidade diferente; conceder

2.9. Pagamento e recebimento de valores

O Capítulo VIII disciplina as formas de movimentação financeira entre intermediários e clientes. O pagamento de valores a intermediários por clientes deve ser feito por transferência bancária, arranjo de pagamento autorizado pelo Banco Central ou cheque do titular do cliente (art. 27).

O pagamento na direção inversa – de intermediários a clientes – segue regra análoga, com a exigência adicional de que as transferências bancárias sejam destinadas a conta corrente do cliente previamente identificada no cadastro (art. 28, §1º). Para investidores não residentes, a transferência pode ser direcionada à conta do custodiante contratado pelo cliente (art. 28, §2º).

A RCVM 35 também prevê a manutenção de sistema de conta-corrente do cliente junto ao intermediário, destinado ao registro das movimentações financeiras relacionadas às operações realizadas. Esse sistema permite o acompanhamento das entradas e saídas de recursos decorrentes das negociações, constituindo elemento relevante para a rastreabilidade das operações e para o controle interno do intermediário.

2.10. Repasse de operações e portabilidade

O Capítulo VII trata do repasse de operações, mecanismo pelo qual uma operação realizada por um intermediário em mercado organizado é transferida para outro intermediário. As entidades administradoras devem estabelecer regras para esse processo, prevendo o conteúdo mínimo do contrato de repasse e a forma de identificação e registro das operações (art. 26, §1º). Quando

financiamentos em condições diversas das previstas no Anexo Normativo I; permitir a presença de clientes na mesa de operações; aplicar recursos de clientes na constituição e operação de carteira própria; manutenção de vínculo com analistas, assessores de investimento, consultores ou gestores que não estejam autorizados pela CVM, devendo o intermediário promover o fim do vínculo tão logo tome conhecimento do descredenciamento.

motivado por decisão do cliente, este deve estar cadastrado em ambos os intermediários envolvidos (art. 26, §2º).

O Capítulo IX-A, incluído pela Resolução CVM nº 209/2024, estabelece que a portabilidade de valores mobiliários, bem como de eventuais direitos e ônus a eles atribuídos, deve ser realizada nos termos da regulamentação vigente sobre portabilidade (art. 30-A). Embora o dispositivo seja lacônico – funcionando essencialmente como um gateway normativo –, sua inclusão na RCV 35 sinaliza a importância crescente que a CVM atribui à mobilidade dos investidores entre intermediários, tema que ganha relevo em um ambiente de competição entre plataformas de investimento e de fortalecimento do poder de escolha do investidor.

2.11. Financiamento para compra e empréstimo de ações (conta margem)

O Anexo Normativo I da RCV 35 regula as operações de financiamento para compra de ações e empréstimo de ações para venda, conhecidas como operações de conta margem, que são privativas de sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários (art. 2º do Anexo I).

No financiamento para compra de ações, o intermediário concede crédito ao cliente para aquisição de ações de companhias abertas negociadas em bolsa no mercado à vista (art. 4º do Anexo I). Como garantia, o cliente deve caucionar as ações adquiridas e, se necessário, outras garantias que totalizem no mínimo 140% do valor financiado (art. 7º do Anexo I). Essas garantias devem ser avaliadas diariamente pelo preço médio de negociação (art. 10 do Anexo I). Se o valor cair abaixo desse limite, o intermediário deve exigir reforço de garantia, a ser prestado em até dois dias úteis, sob pena de rescisão do contrato (art. 13 do Anexo I).

No empréstimo de ações para venda, as ações emprestadas devem ser de companhias abertas negociadas em bolsa e destinadas exclusivamente à venda no mercado à vista pelo tomador (art. 20 do Anexo I). Os papéis devem estar

custodiados e autorizados contratualmente por seus proprietários ou pertencer ao próprio intermediário (art. 20, §2º). Também nesse caso exige-se garantia mínima equivalente a 140% do valor das ações emprestadas (art. 22 do Anexo I).

A norma proíbe a concessão dessas operações a administradores, empregados e prepostos do intermediário, seus cônjuges, acionistas com mais de 10% do capital, parentes até segundo grau, clubes e fundos controlados por essas pessoas e demais integrantes do sistema de distribuição (art. 2º, parágrafo único, do Anexo I). O volume total das operações de conta margem não pode ultrapassar cinco vezes o patrimônio líquido do intermediário, apurado diariamente (art. 33 do Anexo I), podendo a CVM determinar sua suspensão temporária conforme as condições de mercado (art. 34 do Anexo I).

2.12. Continuidade de negócios e tecnologia da informação

O Capítulo XI exige que o intermediário implemente análise de impacto de negócios (BIA) e planos de continuidade para identificar e mitigar os efeitos da interrupção de processos críticos, definindo procedimentos e prazos de recuperação (art. 38)¹⁹.

Os arts. 39 e 40 tratam dos sistemas críticos associados a esses processos. O intermediário deve adotar políticas para assegurar integridade, segurança e disponibilidade desses sistemas e estabelecer critérios para avaliar incidentes relevantes. Incidentes com impacto significativo para clientes devem ser comunicados à SMI e à administração (art. 40, §1º).

¹⁹ Esses planos devem abranger, no mínimo, recepção e execução de ordens, liquidação com entidades administradoras, liquidação de clientes e conciliação e atualização de posições (art. 38, §1º). Devem ser testados ao menos anualmente e revisados quando houver mudanças relevantes na estrutura ou nas atividades do intermediário (art. 38, §2º). O acionamento do plano deve ser comunicado à administração e à SMI, com indicação das causas, processos afetados, medidas adotadas e tempo de solução (art. 38, §§4º e 5º).

O Capítulo XII determina a adoção de política de segurança da informação compatível com o porte e o perfil de risco do intermediário, aplicável a funcionários, prepostos e prestadores de serviços, com previsão de treinamentos periódicos (art. 41). Conglomerados podem adotar política única (art. 41, §1º). A política deve assegurar confidencialidade, autenticidade, integridade e disponibilidade de dados sensíveis, incluindo dados cadastrais e informações sobre operações e posições de custódia (art. 42 e parágrafo único), mediante controles de acesso, segregação de dados e proteção contra acesso não autorizado, vazamento ou adulteração (art. 43).

O intermediário deve divulgar em seu site orientações de segurança para clientes, incluindo práticas de controle de acesso e cuidados de segurança cibernética (art. 44). A política deve incluir programa de segurança cibernética com avaliação de riscos, medidas de prevenção, monitoramento contínuo, procedimentos de resposta a incidentes e recuperação de dados, testes periódicos e participação em iniciativas de compartilhamento de informações sobre ameaças (art. 45).

Incidentes cibernéticos relevantes devem ser comunicados à SMI e à administração com descrição do evento, número estimado de clientes afetados, medidas adotadas e prazo de solução, além de relatório final com avaliação do impacto e aperfeiçoamentos de controle (art. 46 e §§1º e 2º).

Na contratação de terceiros, o intermediário deve identificar prestadores relevantes, avaliar seus controles e garantir contratualmente a manutenção e o acesso às informações, bem como a confidencialidade, integridade, disponibilidade e recuperação de dados (art. 47). A terceirização não afasta a responsabilidade do intermediário e não pode limitar o acesso da CVM ou da entidade autorreguladora aos contratos e dados processados (art. 47, §§1º e 2º).

O art. 48 determina a guarda mínima de cinco anos de todos os documentos e registros exigidos pela RCV 35, incluindo correspondências, relatórios, gravações de ordens, trilhas de auditoria e registros de ordens DMA.

Documentos podem ser substituídos por imagens digitalizadas conforme a legislação aplicável, podendo o original ser descartado após a digitalização, salvo quando houver risco à legibilidade (art. 48, §§1º e 2º).

3. Síntese

A arquitetura regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro pode ser compreendida como um ciclo institucional da transação, no qual diferentes camadas da infraestrutura de mercado são disciplinadas por resoluções específicas da CVM.

Cada norma regula uma etapa distinta da vida econômica do valor mobiliário, desde a formação do preço até o registro final de titularidade. A leitura integrada dessas normas revela como o sistema foi estruturado para assegurar eficiência de negociação, segurança jurídica da propriedade e integridade operacional das transações.

O ciclo inicia-se no ambiente de negociação, disciplinado pela Resolução CVM nº 135/2022, que regula os mercados organizados de bolsa e balcão organizado. Essas estruturas fornecem o ambiente institucional e tecnológico no qual as ordens de compra e venda se encontram, permitindo a formação de preços, a execução das operações e a divulgação das informações de negociação.

A etapa seguinte é a intermediação, regulada pela Resolução CVM nº 35/2021. Nos mercados organizados, os investidores normalmente acessam o sistema por meio de intermediários, como corretoras e distribuidoras, responsáveis por receber e executar ordens. A norma estabelece deveres de conduta para esses agentes, incluindo diligência na execução das ordens, prevenção de conflitos de interesse e manutenção de controles internos.

Após a execução da negociação, a operação ingressa na camada de infraestrutura de pós-negociação, composta por atividades de registro, custódia e escrituração.

O depósito centralizado, disciplinado pela Resolução CVM nº 31/2021, constitui o núcleo dessa infraestrutura. O depositário central mantém o registro fiduciário dos valores mobiliários depositados em seus sistemas e viabiliza a transferência eletrônica de titularidade entre contas.

Associada a essa função está a custódia, regulada pela Resolução CVM nº 32/2021, na qual os custodiante mantêm as contas dos investidores e registram as posições individualizadas de seus clientes, assegurando a segregação patrimonial dos ativos.

Por fim, a escrituração, disciplinada pela Resolução CVM nº 33/2021, constitui o registro primário da titularidade dos valores mobiliários emitidos. O escriturador mantém o livro de registro dos títulos e controla os eventos societários associados, como transferências, dividendos e exercícios de direitos.

Esse arranjo institucional pode ser sintetizado como uma sequência funcional de camadas regulatórias, na qual cada resolução da CVM disciplina uma etapa específica do ciclo de vida da transação:

Etapa do ciclo da transação	Função econômica	Instituições envolvidas	Norma principal
Formação de preços e execução de ordens	Organização do ambiente de negociação	Entidades administradoras de mercados organizados (bolsa e balcão organizado)	RCVM 135/2022
Recepção e execução de ordens	Representação do investidor e intermediação	Corretoras, distribuidoras e demais intermediários	RCVM 35/2021
Depósito centralizado	Registro fiduciário e movimentação eletrônica de ativos	Depositário central	RCVM 31/2021
Custódia	Manutenção das contas de investidores e segregação patrimonial	Custodiantes	RCVM 32/2021
Escrituração	Registro primário de titularidade e eventos societários	Escrituradores	RCVM 33/2021

Tabela 1. Etapas do ciclo de transação, instituições e normas aplicáveis.

A leitura integrada dessas normas revela uma arquitetura regulatória que separa claramente as funções de negociação, intermediação e infraestrutura de pós-negociação, permitindo que cada camada seja regulada segundo os riscos específicos que apresenta. Ao mesmo tempo, o sistema depende de forte coordenação entre essas instituições, pois a integridade da transação só é plenamente assegurada quando todas as etapas – da execução da ordem ao registro final da titularidade – operam de forma consistente e interoperável.

4. Resumo

A Resolução CVM nº 135/2022 organiza os mercados de valores mobiliários em três categorias: mercados organizados de bolsa, mercados organizados de balcão e mercado de balcão não organizado, este definido de forma residual. Bolsa e balcão organizado distinguem-se pela existência de registro de operações previamente realizadas, pela atuação direta sem intermediário, pelas regras de formação de preços e pelo público visado, traços reservados ao balcão organizado. As entidades administradoras devem constituir-se como sociedade anônima e obter autorização da CVM, cabendo a administração ao conselho de administração, ao diretor geral e aos demais diretores, com maioria de conselheiros independentes nas bolsas.

A autorregulação é o cerne da supervisão de primeira linha, exercida pelo departamento de autorregulação, sua diretoria e o conselho de autorregulação, órgãos funcionalmente autônomos que detectam descumprimentos, conduzem processos disciplinares e aplicam penalidades da advertência à exclusão do participante, com remuneração desvinculada do resultado da entidade. A Resolução CVM nº 220/2024 reforçou o controle da estrutura acionária das entidades de bolsa, condicionando à aprovação prévia da CVM a aquisição de participação acima de certo limiar e exigindo, quando o acionista relevante também for participante, comitê de supervisão de conflitos com membros independentes. O balcão organizado submete-se a regime mais flexível.

As operações em mercado organizado devem, em regra, ser realizadas por participante autorizado, integrante do sistema de distribuição, que responde pelos negócios que realiza; no balcão organizado admite-se a negociação sem intermediário, desde que assegurada a liquidação. Somente valores mobiliários autorizados pela CVM podem ser negociados. Em bolsa, a formação de preços ocorre em sistema centralizado e multilateral, com

precedência da melhor oferta e da ordem cronológica de entrada, enquanto o balcão organizado admite modalidades adicionais, inclusive o registro de operações previamente realizadas. As entidades de bolsa devem manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP), com patrimônio segregado, para indenizar investidores por ação ou omissão de participantes.

A norma trata ainda do gerenciamento de riscos e dos controles internos, dos planos de continuidade de negócios e da segurança cibernética, além do regime de transparência e do processo de autorização perante a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI).

A Resolução CVM nº 35/2021 é o marco central da intermediação em mercados regulamentados, aplicável a corretoras e distribuidoras. Exige dois diretores estatutários, um para o cumprimento da norma e outro para os controles internos, e regras escritas, verificáveis e efetivamente implementadas. Disciplina o cadastro de clientes, o registro das ordens e a gravação dos diálogos. A Resolução CVM nº 134/2022 introduziu o dever de melhor execução (*best execution*), que obriga o intermediário a buscar o melhor resultado para o cliente e, no varejo, a privilegiar o desembolso total. A reespecificação de negócios é restringida para coibir o *cherry picking*, e o Capítulo VII-A, incluído pela Resolução CVM nº 179/2023, impôs transparência sobre remuneração e conflitos de interesse, tema associado ao *payment for order flow*.

A leitura integrada revela um ciclo institucional da transação em que cada resolução da CVM disciplina uma etapa: a negociação, sob a Resolução CVM nº 135/2022; a intermediação, sob a Resolução CVM nº 35/2021; e a pós-negociação, formada pelo depósito centralizado (Resolução CVM nº 31/2021), pela custódia (Resolução CVM nº 32/2021) e pela escrituração (Resolução CVM nº 33/2021). A arquitetura separa as funções segundo os riscos de cada camada, mas depende de forte coordenação para assegurar a integridade da transação, da execução da ordem ao registro final da titularidade.