



Trilha de Conhecimento

Mercado de Balcão Organizado

=====

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS

A background image of a smiling man with a beard and glasses, wearing a suit, set against a dark, blurred background of what appears to be a financial trading floor.

bsm
SUPERVISÃO DE MERCADOS

1. Introdução	03
1.1 Estrutura do documento	
2. Arcabouço Regulatório	06
2.1 Leis Fundamentais	
2.2 Resoluções CVM aplicáveis ao mercado de balcão organizado	
2.3 – Normas do Banco Central do Brasil (“BCB”) e do Conselho Monetário Nacional (“CMN”)	
2.4 Supervisão e princípios gerais	
3. Noções Gerais e Definições	21
3.1 Mercado de balcão: conceito geral	
3.2 Mercado de balcão organizado	
3.3 Mercado de balcão não organizado	
3.4 Operações previamente realizadas	
3.5 Papel da intermediação e da distribuição no mercado de balcão	
4. Participantes do Mercado de Balcão e suas Obrigações	26
4.1. Intermediários	
4.2. Custodiantes	
4.3. Escrituradores	
4.4. Agentes Fiduciários	
4.5. Emissoras e Securitizadoras	
4.6. Administradores (ou Administradores Fiduciários)	
4.7. Gestores	
5. Intermediação: Conflitos de Interesse e Suitability	38
5.1. Conflitos de interesse no Mercado de Balcão Organizado: identificação, mitigação e disclosure	
5.2. Suitability no Mercado de Balcão Organizado: aplicação e desafios	
6. Cadastro, Conheça seu Cliente e PLD/FTP	44
6.1 A Arquitetura Regulatória de PLD/FTP	
6.2 A Abordagem Baseada em Risco (ABR)	
6.3 Procedimentos de Conheça seu Cliente e a Identificação do Beneficiário Final	
7. Supervisão, Monitoramento e Transparência	48
7.1 O Modelo Híbrido de Supervisão do Mercado de Balcão	
7.2 Monitoramento de Operações pelos Participantes	
7.3 Transparência	
8. Registro e Pós-Negociação	52
8.1. O Registro como Pilar da Transparência Pós-Negociação	
8.2. Modalidades de Liquidação e a Mitigação do Risco de Contraparte	
9. Autorregulação no Mercado de Balcão Organizado	59
9.1. A Abrangência da Autorregulação no Mercado de Balcão Organizado	
9.2. A Aplicação Prática da Autorregulação no Ambiente de Balcão	
10. Considerações Finais	63

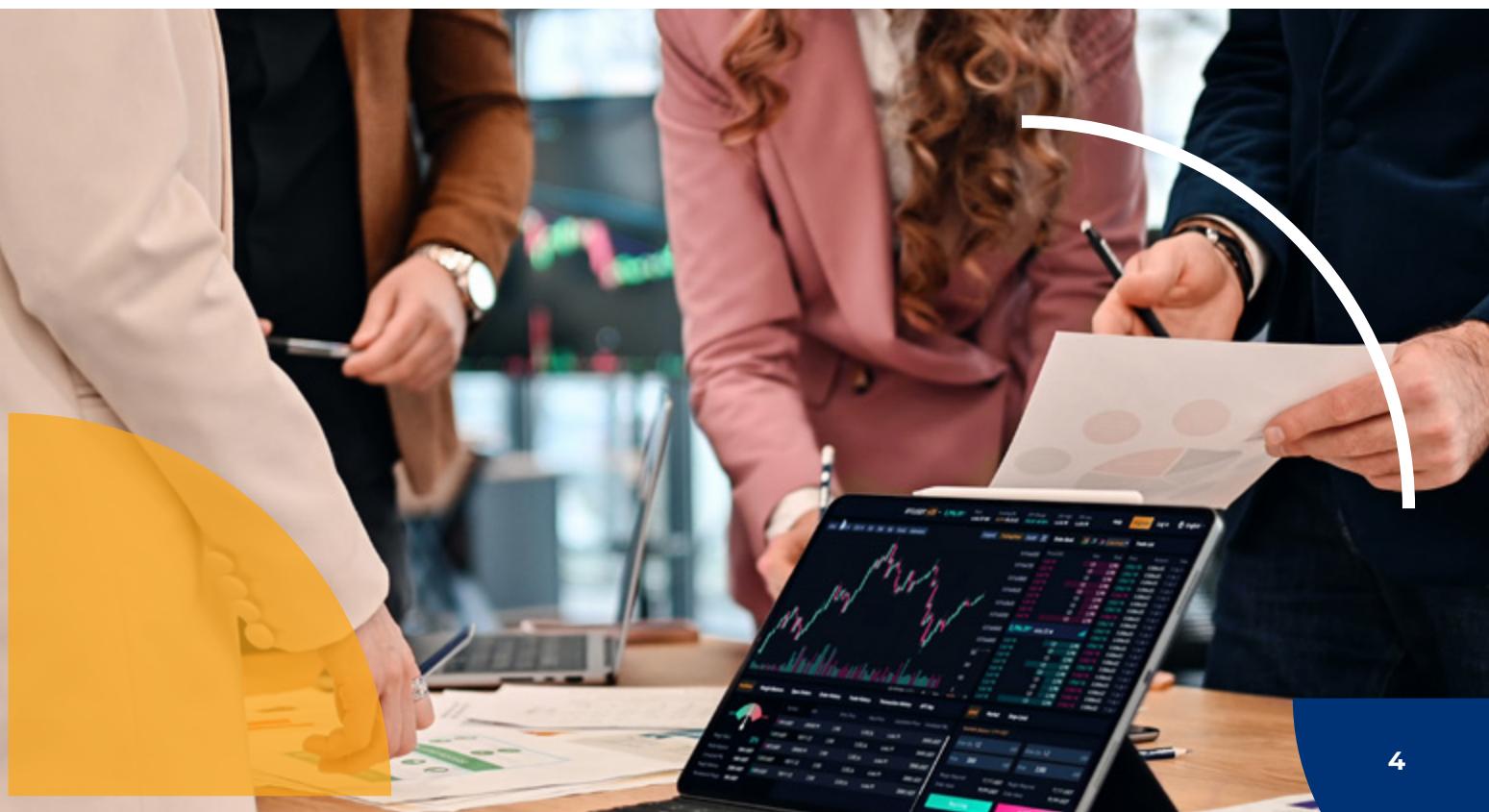
1. Introdução

Introdução

O mercado de capitais brasileiro possui estrutura complexa e variada, composta por diferentes tipos de ambientes de negociação. Dentro desse ecossistema, o mercado organizado de balcão desempenha papel muito relevante como canal complementar ao mercado organizado de bolsa de valores, permitindo a negociação de títulos e valores mobiliários em condições específicas, que levam em conta a liquidez dos ativos e outros diferenciais desse mercado.

O presente documento tem por objetivo apresentar análise abrangente do compliance regulatório no mercado de balcão organizado no Brasil, estruturada de modo a fornecer subsídios práticos e conceituais para o correto cumprimento das normas vigentes por todas as entidades reguladas. A conformidade regulatória no mercado de balcão brasileiro é requisito essencial para a integridade do mercado de capitais. O desafio dos participantes não se limita a conhecer e interpretar corretamente as normas

desse mercado, mas envolve a implementação de práticas contínuas de monitoramento, controles internos, gestão de riscos e reporte tempestivo às autoridades competentes. Ao longo dos capítulos, cada tema será detalhado em consonância com as normas aplicáveis, de modo a assegurar que o conteúdo sirva como referência técnica para o cumprimento regulatório e para a formação de políticas, controles e procedimentos internos consistentes.



1.1 Estrutura do documento

Este material está estruturado em dez capítulos, organizados para refletir a lógica regulatória e as responsabilidades atribuídas:

- O Capítulo 2 detalha o arcabouço regulatório aplicável, incluindo as leis e resoluções fundamentais do mercado de capitais brasileiro aplicáveis ao mercado de balcão organizado.
- O Capítulo 3 apresenta conceitos gerais, diferenciando o mercado de balcão do mercado de bolsa, descrevendo modalidades (organizado e não organizado) e contextualizando operações previamente realizadas.
- O Capítulo 4 trata das obrigações específicas das instituições reguladas que atuam no mercado de balcão.
- O Capítulo 5 aborda intermediação, conflitos de interesse e *suitability*, temas de suma importância para o bom funcionamento do mercado de balcão organizado.
- O Capítulo 6 apresenta as regras de cadastro, *Know Your Customer* (“Conheça seu Cliente”) e Prevenção a Lavagem de Dinheiro, Financiamento do Terrorismo e Financiamento da Proliferação de Armas de Destrução em Massa (“PLD/FTP”) que devem ser seguidas por todas as instituições participantes desse mercado.
- O Capítulo 7 foca no monitoramento de mercado e na transparência das operações.
- O Capítulo 8 detalha os processos de registro e pós-negociação de operações de balcão.
- O Capítulo 9 trata da autorregulação no mercado de balcão organizado, destacando a atuação das entidades administradoras de mercados organizados e da entidade reguladora.
- O Capítulo 10 consolida considerações finais e orientações.

Esse material tem caráter informativo e não pretende esgotar o tema balcão organizado. A leitura desse conteúdo não exime o profissional ou instituição da responsabilidade de observar integralmente as normas, regulamentações e diretrizes vigentes aplicáveis, emitidas pelos órgãos reguladores e autorreguladores competentes.

2. Arcabouço Regulatório

A estrutura normativa, que disciplina o mercado de balcão organizado no Brasil, é composta por leis gerais de valores mobiliários e sociedades por ações, complementadas por resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas normas estabelecem parâmetros de conduta, deveres de diligência e padrões de supervisão que moldam o funcionamento do mercado e orientam a atuação das entidades administradoras de mercados, registradoras, intermediários, administradores fiduciários, gestores, custodiantes, escrituradores, emissores e demais entidades participantes. Este capítulo apresenta uma visão consolidada do arcabouço regulatório aplicável, enfatizando os dispositivos que impactam diretamente as operações no mercado de balcão.

2.1 Leis Fundamentais

2.1.1 Lei nº 6.385/1976 – Marco do mercado de capitais

A Lei nº 6.385/1976 criou a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e estabeleceu o regime jurídico do mercado de valores mobiliários no Brasil. Seus principais pontos para o mercado de balcão incluem:

- Definição de valores mobiliários (art. 2º);
- Competência da CVM para regulamentar, supervisionar e fiscalizar a emissão, a distribuição e a negociação de valores mobiliários (art. 8º);
- Abrangência do mercado de balcão, mencionado expressamente como ambiente sujeito à regulação e supervisão da CVM, ainda que diferenciado da bolsa de valores;
- Poder normativo e sancionador da CVM, permitindo a edição de resoluções, a imposição de penalidades e a instauração de processos administrativos sancionadores; e
- Proteção ao investidor e à integridade do mercado, princípios que fundamentam todas as exigências de compliance, monitoramento e transparência.

Assim, a Lei nº 6.385/1976 constitui a base que legitima a atuação da CVM sobre qualquer modalidade de balcão — organizado ou não organizado.

2.1.2 Lei nº 6.404/1976 – Lei das Sociedades por Ações

A Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.) estabelece as regras de governança, emissão de valores mobiliários e deveres das companhias abertas. Embora tenha foco maior nas sociedades por ações, sua aplicação ao mercado de balcão é evidente, pois:

- Define os instrumentos passíveis de negociação no balcão (ações, debêntures, bônus de subscrição, notas promissórias etc.);
- Regula a abertura de capital e o registro de companhias abertas junto à CVM, requisito para que seus valores mobiliários sejam negociados em ambientes organizados ou em balcão;
- Estabelece deveres de transparéncia e prestação de informações ao mercado (demonstrações financeiras, fatos relevantes, relatórios da administração);
- Prevê mecanismos de proteção aos acionistas minoritários e regras de ofertas públicas que podem se dar no balcão organizado; e
- Exige práticas de governança corporativa que impactam diretamente a conformidade das negociações realizadas fora da bolsa.

2.1.3 Lei nº 9.613/1998 – Lei da prevenção à lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e das armas de destruição em massa (PLD/FTP)

A Lei nº 9.613/1998 constitui o marco legal da PLD/FTP no Brasil. Essa legislação define o crime de lavagem de dinheiro, estabelece mecanismos de prevenção e repressão e atribui responsabilidades específicas às instituições financeiras e demais participantes do mercado de capitais, inclusive aqueles que atuam em balcões organizados.

Entre as principais obrigações previstas, destacam-se:

- Identificação e manutenção atualizada dos dados de clientes e beneficiários finais;
- Monitoramento contínuo das operações, com ênfase em transações atípicas ou incompatíveis com o perfil do cliente;
- Comunicação tempestiva e sigilosa de operações suspeitas ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (“COAF”);
- Implementação de políticas, procedimentos e controles internos de prevenção, aprovados pela alta administração; e
- Promoção de programas contínuos de capacitação e treinamento de colaboradores.

Portanto, enquanto a Lei nº 6.385/1976 estrutura a atuação da CVM e regula os mercados, a Lei nº 6.404/1976 disciplina as companhias emissoras e seus valores mobiliários, compondo em conjunto com a Lei nº 9.613/1998 a espinha dorsal do compliance no mercado de balcão.

2.2 Resoluções CVM aplicáveis ao mercado de balcão organizado



A partir dessas leis, a CVM editou resoluções específicas que detalham obrigações de intermediários, custodiantes, administradores e investidores no mercado de balcão.

2.2.1 Resolução CVM nº 8/2020

A RCV 8/2020 trata das ofertas públicas de distribuição de Certificados de Operações Estruturadas (COE) e de títulos de crédito como Letra Financeira (LF) e Letra Imobiliária Garantida (LIG).

Para o mercado de balcão organizado, essa norma é essencial, pois define os parâmetros de divulgação, transparência e conduta para ofertas realizadas sem necessidade de registro prévio na CVM, mas ainda sob supervisão regulatória.

Principais pontos:

- Dispensa de registro para ofertas que sigam regras de informação padronizadas e transparentes;
- Exigência de Documento de Informações Essenciais (DIE) entregue ao investidor antes da compra;
- Obrigatoriedade de termo de ciência de risco, comprovando o entendimento do produto;
- Definição do que caracteriza uma oferta pública, inclusive comunicações eletrônicas e marketing digital;
- Regras para instituições intermediárias e emissoras atuarem com clareza e boa-fé; e
- Proteção especial a investidores de varejo, prevenindo a venda de produtos complexos inadequados.

A norma busca garantir que o balcão organizado mantenha padrões de informação e integridade equivalentes aos das bolsas de valores, mesmo em ofertas mais flexíveis.

2.2.2 Resolução CVM nº 17/2021

A RCVM 17/2021 regula o exercício da função de agente fiduciário, figura essencial na proteção dos investidores que adquirem títulos de dívida negociados em mercados de balcão.

O agente fiduciário atua como representante dos debenturistas ou titulares de títulos, assegurando o cumprimento das obrigações assumidas pelo emissor.

Principais pontos:

- Define quem pode exercer a função — instituições financeiras autorizadas e supervisionadas;
- Exige que o agente atue com independência e transparência, evitando conflitos de interesse;
- Estabelece regras de substituição, renúncia e comunicação à CVM;
- Obriga a divulgação de potenciais conflitos quando a instituição atuar em mais de uma emissão; e
- Determina a responsabilidade de fiscalização do agente sobre a atuação do emissor e a defesa dos direitos dos investidores.



No contexto do balcão organizado, o agente fiduciário é um elo de confiança que assegura a governança e a credibilidade nas emissões de títulos privados.

2.2.3 Resolução CVM nº 21/2021

A RCVM 21/2021 regula a atividade profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, abrangendo tanto gestores de recursos quanto administradores de fundos.

No mercado de balcão organizado, esses profissionais têm papel crucial na estruturação e gestão de carteiras que incluem títulos de dívida corporativa, FIDCs e outros ativos negociados fora da bolsa.

Principais pontos:

- Define categorias de registro (gestor de recursos e administrador);
- Exige qualificação técnica, reputação ilibada e estrutura operacional compatível;
- Impõe regras de segregação de funções e prevenção a conflitos de interesse;
- Determina a necessidade de diretores responsáveis por compliance, risco e controles internos; e
- Estabelece obrigações de transparência e prestação de contas à CVM.

A norma garante que, mesmo em estruturas menos padronizadas do balcão, a gestão profissional e ética das carteiras seja preservada.

2.2.4 Resolução CVM nº 30/2021

A RCVM 30/2021 regulamenta o dever de verificação da adequação (*suitability*) de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

Principais pontos:

- Estabelece que intermediários devem avaliar objetivos, situação financeira e conhecimento do cliente;
- Cria categorias de perfil de risco e obriga a atualização periódica das informações;
- Exige classificação de produtos quanto à sua complexidade e risco;
- Determina vedações à recomendação de produtos inadequados ao perfil do cliente;
- Prevê declaração expressa de ciência de risco quando o cliente insiste em operação incompatível;
- Impõe regras de controles internos e relatórios de conformidade anuais; e
- Reforça políticas para produtos complexos e operações em balcão.

A norma é base da conduta de *suitability* e proteção do investidor, especialmente relevante para produtos menos padronizados negociados fora de bolsa.

2.2.5 Resolução CVM nº 31/2021

A RCVM 31/2021 regula a atividade de depósito centralizado de valores mobiliários.

Principais pontos:

- Garantir integridade e rastreabilidade dos ativos negociados;
- Estabelecer procedimentos de conciliação entre registros de operações e posições em custódia; e
- Reforçar a confiabilidade de informações de titularidade e movimentação de ativos.

Assim, mesmo operações cursadas no mercado de balcão devem manter lastro em sistemas de custódia confiáveis.

2.2.6 Resolução CVM nº 32/2021

A RCVM 32/2021 disciplina a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários, assegurando a guarda, o controle e a rastreabilidade dos ativos dos investidores.

Para o balcão organizado, essa norma é fundamental, pois garante que ativos negociados fora da bolsa mantenham a segurança e integridade dos registros.

Principais pontos:

- Define os requisitos para autorização de instituições que prestam serviço de custódia;
- Estabelece obrigações de controle, conciliação e segurança da informação;
- Impõe padrões tecnológicos para garantir a integridade e autenticidade dos registros;
- Determina regras de cancelamento e substituição de custodiantes, protegendo os investidores; e
- Reforça a importância da confidencialidade e governança operacional no manuseio de ativos.

Assim, a RCVM 32/2021 assegura que o ambiente de custódia no balcão organizado seja seguro, auditável e confiável.

2.2.7 Resolução CVM nº 33/2021

A RCVM 33/2021 disciplina a escrituração de valores mobiliários.

Principais pontos:

- Registro adequado de titularidade e movimentações;
- Emissão de extratos confiáveis para investidores; e
- Rastreabilidade de alterações de propriedade.

Essa norma assegura transparência e proteção do investidor, especialmente em títulos de dívida (debêntures, CRIs, CRAs, notas promissórias), que são instrumentos negociados no mercado de balcão.

2.2.8 Resolução CVM nº 35/2021

A RCVM 35/2021 disciplina as regras de intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados, incluindo o balcão organizado.

Principais pontos:

- Regras, procedimentos e controles internos obrigatórios para intermediários;
- Dever de melhor execução das ordens, garantindo as melhores condições para execução de ordens dos clientes;
- Prevenção a conflitos de interesse;
- Segregação de funções e trilhas de auditoria;
- Exigência de relatórios de controles internos (RCI), enviados periodicamente à CVM; e
- Política de segurança cibernética (arts. 45 e 46), com obrigação de reporte de incidentes relevantes.

Para o mercado de balcão, a RCVM 35/2021 e a RCVM 178/2023 são as principais normas que estabelecem padrões mínimos de conduta para intermediários e entidades administradoras.

2.2.9 Resolução CVM nº 44/2021

A RCVM 44/2021 define as regras de divulgação de informações relevantes e de conduta na negociação de valores mobiliários, incluindo operações no mercado de balcão organizado.

Principais pontos:

- Obriga emissores e administradores a divulgar atos e fatos relevantes de forma simultânea e acessível a todos os investidores;
- Proíbe o uso de informação privilegiada e estabelece períodos de vedação à negociação em determinadas condições;
- Exige política formal de divulgação e negociação, com regras internas de sigilo e governança; e
- Determina a comunicação à CVM e ao mercado sobre alterações relevantes na participação acionária ou negociações de administradores.

A norma assegura transparência e igualdade de informação, pilares essenciais para a integridade do balcão organizado.



2.2.10 Resolução CVM nº 50/2021

A RCVM 50/2021 consolida obrigações relativas à identificação de clientes e a PLD/FTP.

Principais pontos:

- Cadastro de clientes, com conteúdo mínimo obrigatório e atualização periódica;
- KYC com coleta e validação de informações do investidor;
- *Suitability*, com avaliação de perfil de risco e adequação do produto/serviço ao cliente;
- Monitoramento contínuo de todas as operações e situações, observando as atipicidades, que podem, após detecção e respectiva análise, configurar indícios de LD/FTP, com comunicação obrigatória de operações irregulares;
- PLD/FTP (Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo), alinhada à Lei nº 9.613/1998 e às recomendações do COAF e do Grupo de Ação Financeira Internacional (“GAFI”); e
- Relatórios de avaliação interna de risco (“RAIR”), obrigatórios para os intermediários.

No balcão, essa resolução garante que a menor padronização das operações não comprometa a integridade do mercado, impondo ao intermediário o dever de atuar como primeira linha de defesa contra ilícitos.

2.2.11 Resolução CVM nº 62/2022

A RCVM 62/2022 substitui a antiga Instrução CVM 8/1979 e define condutas vedadas no mercado de capitais.

Principais pontos:

- Proibição de criação de condições artificiais;
- Vedação ao uso de operações fraudulentas para manipular preços; e
- Regras aplicáveis a qualquer ambiente de negociação, inclusive balcão organizado e não organizado.

Essa resolução reforça o dever dos participantes de adotar políticas de monitoramento e reporte de operações suspeitas, fortalecendo o compliance.



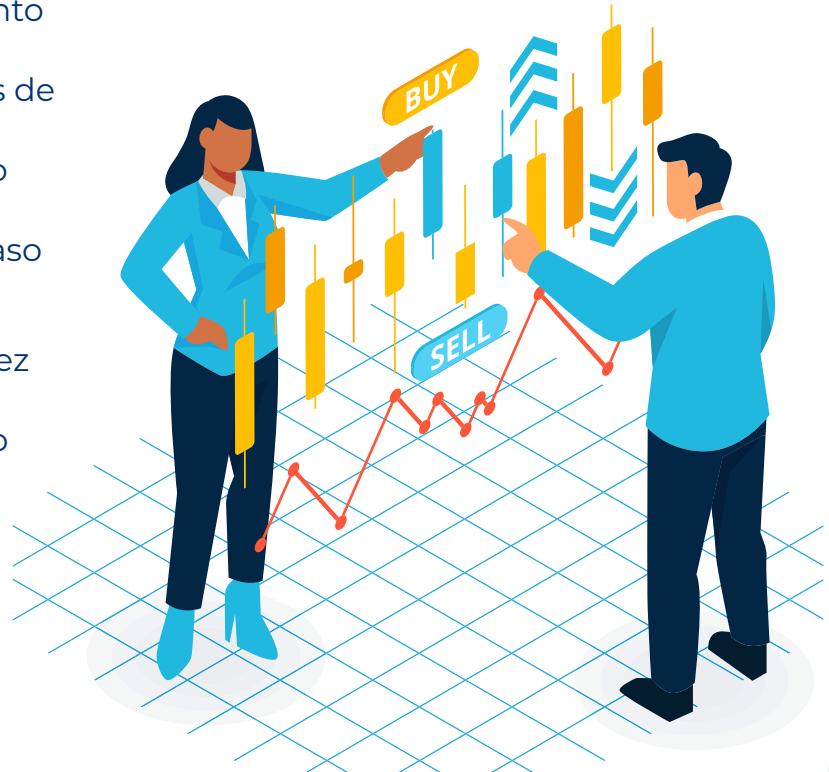
2.2.12 Resolução CVM nº 133/2022

A RCVM 133/2022 regula a atividade de formador de mercado em ambientes organizados.

Principais pontos:

- Requisitos para credenciamento de formadores;
- Dever de inserir ofertas firmes de compra e venda;
- Divulgação de informações ao mercado; e
- Medidas sancionatórias em caso de descumprimento.

Essa resolução assegura liquidez mínima e integridade de preços em mercados de balcão organizado que operem com formadores.



2.2.13 Resolução CVM nº 135/2022

A RCVM 135/2022 é a principal norma que disciplina o funcionamento de mercados de bolsa e de balcão organizado.

Principais pontos:

- Regras de autorização e funcionamento das entidades administradoras de balcão;
- Definição das formas de operação (sistema centralizado, formador de mercado ou registro de operações previamente realizadas);
- Exigência de mecanismos de supervisão para assegurar integridade e transparência;
- Portabilidade de registros entre entidades administradoras; e
- Previsão da atuação direta sem intermediário, em determinadas condições regulatórias.

Essa resolução consolida o papel do balcão organizado como mercado regulamentado, equiparado em governança à bolsa, mas com flexibilidade operacional própria.

2.2.14 Resolução CVM nº 160/2022

A RCVM 160/2022 é o principal marco regulatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, aplicável também ao balcão organizado. Ela substituiu as antigas Instruções CVM 400/2003 e 476/2009, modernizando o regime de ofertas no Brasil.

Principais pontos:

- Unifica e simplifica o processo de registro de ofertas públicas, criando ritos automáticos e ordinários;
- Define regras sobre publicidade, prospecto, lâmina e documentos obrigatórios;
- Estabelece parâmetros de dispensa de registro, ampliando a eficiência regulatória;
- Regula práticas de bookbuilding, precificação e tratamento de investidores;
- Impõe critérios de transparência e igualdade de acesso nas ofertas;
- Prevê responsabilidades para intermediários e emissores; e
- Inclui regras sobre conflitos de interesse e adequação ao perfil do investidor.

No balcão organizado, essa resolução garante que emissões e ofertas de títulos privados sigam padrões equivalentes de governança, clareza e proteção ao investidor.

2.2.15 Resolução CVM nº 175/2022

A RCVM 175/2022 estabelece o marco único dos fundos de investimento, unificando regras antes dispersas em diversas instruções.

No contexto do balcão organizado, a norma é relevante porque muitas cotas de fundos fechados (como por exemplo FII, FIP, FIDC) são negociadas nesses mercados.

Principais pontos:

- Cria estrutura normativa modular, com regras gerais e anexos específicos por tipo de fundo;
- Define obrigações de administradores e gestores, incluindo compliance, risco e controles internos;
- Permite classes de cotas com responsabilidade limitada,
- modernizando a proteção do investidor;
- Estabelece padrões de divulgação, governança e transparência;
- Regula assembleias, liquidação e prestação de informações periódicas; e
- Simplifica o processo de constituição e registro de fundos.

A RCVM 175/2022 fortalece a padronização e transparência da indústria de fundos, tornando o balcão um ambiente mais seguro e informativo para negociação de cotas.

2.2.16 Resolução CVM nº 178/2023

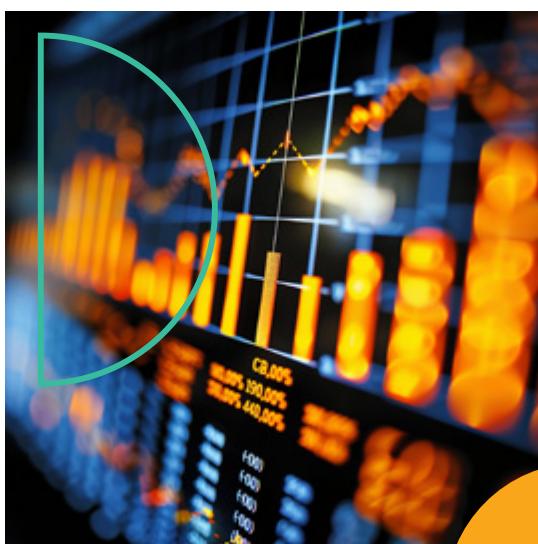
A RCVM 178/2023 regula a atuação dos assessores de investimento, profissionais que fazem a ponte entre investidores e intermediários. No mercado de balcão organizado, esses profissionais têm papel essencial na educação, orientação e proteção dos investidores.

Principais pontos:

- Define a atividade de assessor (prospecção, recepção e transmissão de ordens e prestação de informações);
- Permite atuação não exclusiva para múltiplos intermediários, mediante contratos formais;
- Estabelece exigências de qualificação técnica e ética;
- Determina regras de registro, credenciamento e supervisão;
- Impõe vedação de atividades conflitantes (consultoria, análise ou gestão simultânea);
- Reforça o dever de adequação das recomendações ao perfil do cliente; e
- Prevê obrigações de controle, documentação e transparência nas relações com investidores.

A norma consolida o papel dos assessores como agentes de confiança no balcão organizado, garantindo conduta ética e alinhamento de interesses entre cliente e mercado.

2.3 Normas do Banco Central do Brasil (“BCB”) e do Conselho Monetário Nacional (“CMN”)



O mercado de balcão organizado, além de seguir a regulação da CVM, deve observar normas editadas pelo BCB e pelo CMN, responsáveis pela política monetária, cambial e pela estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Essas normas estabelecem diretrizes complementares que impactam diretamente a atuação de intermediários, custodiantes e administradores de mercados.

2.3.1 Resolução CMN 3505/2007

A RCMN 3.505/2007 dispõe sobre a realização de operações de derivativos no mercado de balcão, permitindo que instituições financeiras e demais entidades autorizadas pelo BCB atuem nesse segmento.

A norma é um dos marcos regulatórios que estruturam o balcão organizado de derivativos, garantindo integridade, rastreabilidade e segurança jurídica nas operações fora de pregão.

Principais pontos:

- Autoriza bancos e corretoras a realizarem operações de swap, a termo e com opções no mercado de balcão;
- Determina que essas operações sejam registradas em mercados de balcão organizado ou sistemas autorizados pela CVM ou pelo BCB;
- Exige que os ativos e índices de referência sejam baseados em preços publicamente divulgados e metodologias verificáveis;
- Permite operações referenciadas em ativos negociados no exterior, desde que observada transparência de preços;
- Obriga as instituições a manter documentação e metodologias disponíveis ao BCB;
- Determina a designação de um diretor responsável pelas operações de derivativos de balcão;
- Autoriza o BCB a restringir ativos subjacentes ou adotar normas complementares.

A norma fortalece o balcão organizado de derivativos, promovendo padronização, mitigação de riscos e transparência nas operações bilaterais entre instituições, pilares da confiança e eficiência desse mercado.

2.3.2 Resolução CMN 4593/2017

A RCMN 4.593/2017 regula o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários, modernizando o controle e a custódia desses instrumentos no Sistema Financeiro Nacional.

No contexto do mercado de balcão organizado, a norma é essencial para garantir a segurança, integridade e rastreabilidade das operações com títulos e contratos fora de bolsa.

Principais pontos:

- Define o que são ativos financeiros, incluindo títulos de crédito, direitos creditórios e outros instrumentos admitidos em carteiras de instituições financeiras;
- Obriga o registro e o depósito centralizado dos ativos financeiros e valores mobiliários emitidos no país, em sistemas autorizados pelo BC ou pela CVM;
- Impõe prazos para o registro de novas emissões e operações;
- Veda o duplo registro do mesmo ativo em entidades distintas;
- Define deveres de custodiantes e prazos para execução de transferências e constituição de garantias;
- Impõe procedimentos de conciliação e responsabilidades às instituições; e
- Permite registro facultativo para ativos não obrigatórios, incentivando a formalização e a transparência.

A RCMN 4.593 consolida o arcabouço que sustenta o balcão organizado moderno, conectando registro, custódia e negociação de ativos financeiros com padrões de controle comparáveis aos dos mercados de bolsa.

2.3.3 Resolução BCB 304/2023

A RBCB 304/2023 aprova o Regulamento do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), que versa sobre liquidação, registro e depósito centralizado de ativos financeiros, consolidando e atualizando as normas aplicáveis às infraestruturas de mercado. Trata-se da norma mais abrangente e recente sobre o funcionamento dos sistemas de registro e depósito de balcão, estabelecendo padrões de governança, risco e tecnologia equivalentes aos modelos internacionais.

Principais pontos:

- Define regras para sistemas de liquidação, registro e depósito centralizado operados por câmaras, depositários centrais e entidades registradoras (instituições operadoras de sistemas do mercado financeiro - IOSMF);
- Determina requisitos de autorização pelo BCB para funcionamento, alteração ou cancelamento desses sistemas;
- Exige estruturas robustas de governança, gestão de riscos, controles internos e conformidade;
- Impõe padrões mínimos de patrimônio líquido, resiliência operacional e continuidade de negócios;
- Regula o uso de tecnologia da informação e segurança cibernética, incluindo exigências para serviços em nuvem e terceirização;
- Determina políticas de auditoria interna e externa, com independência e comunicação obrigatória ao BCB;
- Introduz regras sobre gestão de risco operacional, fraudes, liquidez e custódia de ativos; e
- Harmoniza o funcionamento das entidades de registro e depósito com as infraestruturas do mercado financeiro (IOSMFs), incluindo o mercado de balcão organizado.

A RBCB 304/2023 representa a consolidação da infraestrutura regulatória que sustenta o balcão organizado e os sistemas de registro financeiro no Brasil, alinhando-os aos padrões internacionais de segurança, eficiência e transparéncia.

2.4 Supervisão e princípios gerais

O modelo regulatório brasileiro prevê a atuação coordenada da CVM com entidades administradoras de mercados, que exercem funções autorregulatórias (tema detalhado no Capítulo 9) e entidades autorreguladores que também supervisionam. Ainda que a supervisão principal seja da CVM, cabe às administradoras de balcão organizado estabelecerem regulamentos internos e monitorar a atuação dos participantes, assegurando conformidade com a legislação.

A partir desse quadro, os próximos capítulos detalharão as noções gerais e os conceitos do mercado de balcão organizado, além das obrigações concretas das entidades reguladas, organizadas segundo sua função e papel no processo de negociação, registro e pós-negociação.



3. Noções Gerais e Definições

A clareza conceitual é requisito indispensável para compreender as obrigações normativas impostas ao mercado de balcão organizado no Brasil. Este capítulo apresenta os principais elementos definidores do balcão, diferenciando suas modalidades, descrevendo a figura das operações previamente realizadas e explicando o papel da intermediação e da distribuição.

3.1 Mercado de balcão: conceito geral

O mercado de balcão corresponde ao ambiente em que se negociam valores mobiliários fora do sistema de bolsa de valores. Seu marco jurídico está estabelecido na Lei nº 6.385/1976 e detalhado na RCVM 135/2022, que disciplina os mercados organizados.

A regulamentação brasileira distingue duas modalidades:

- **Mercado de balcão organizado:** administrado por entidade autorizada pela CVM, com sistema de negociação ou de registro estruturado, regras próprias de funcionamento e mecanismos de supervisão.

- **Mercado de balcão não organizado:** operações realizadas bilateralmente, com participação obrigatória, como intermediário ou como parte, de integrantes do sistema de distribuição previstos na Lei 6.385/1976, sem utilização de sistema de negociação ou registro administrado por entidade autorizada.

Ambas as modalidades estão sujeitas ao cumprimento de normas de compliance, ainda que com graus diferentes de padronização e de supervisão. Em comparação, o mercado de bolsa possui maior centralização e padronização, e o mercado de balcão depende mais intensamente da atuação dos participantes para garantir conformidade e integridade.

3.2 Mercado de balcão organizado

O balcão organizado possui estrutura autorizada e fiscalizada pelo BCB e pela CVM. Seu funcionamento pode ocorrer por quatro formas:

- 1 Sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;
- 2 Execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;
- 3 Sistema centralizado e bilateral de negociação, que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores entre contrapartes previamente habilitadas; e
- 4 Registro de operações previamente realizadas, em que negócios bilaterais pactuados fora do sistema são posteriormente registrados em entidade administradora autorizada.

Nos dois primeiros casos, a compensação e liquidação devem ocorrer obrigatoriamente por meio de contraparte central (“CCP”). No caso do registro de operações previamente realizadas, admite-se a liquidação direta entre as partes, desde que prevista nas regras da entidade administradora. Em termos de compliance, o balcão organizado exige dos administradores e participantes:

- Regras de transparência e divulgação de informações;
- Mecanismos de supervisão para assegurar formação regular de preços; e
- Controles internos para prevenção de irregularidades como transferência de recursos, práticas não equitativas, operações fraudulentas, manipulação e uso de informação privilegiada.

Governança de registros de informações e de dados, como por exemplo ordens de investidores, operações realizadas, cadastro, *suitability*, etc. Comparativamente à bolsa, o balcão organizado compartilha o caráter de mercado estruturado, mas diferencia-se pela flexibilidade ao permitir alguma personalização de características dos valores mobiliários em determinados tipos de operações, além de admitir operações previamente realizadas e, em certos casos, negociações sem intermediário.

3.3 Mercado de balcão não organizado

O balcão não organizado caracteriza-se pela negociação de valores mobiliários não realizada ou registrada em mercado organizado em que integrante do sistema de distribuição previsto nos incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, intervém:

- 1 Como intermediário; ou
- 2 Como parte, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

Nesse ambiente, as obrigações de compliance recaem diretamente sobre os intermediários. Estes devem implementar políticas e controles para garantir o cumprimento de todas as obrigações regulatórias, incluindo a documentação e a rastreabilidade de ordens e operações, assegurando evidências auditáveis.

3.4 Operações previamente realizadas

As operações previamente realizadas representam uma característica singular do mercado de balcão organizado. Consistem em transações bilaterais pactuadas fora do sistema, mas obrigatoriamente registradas em entidade administradora autorizada pela CVM.

A regulamentação impõe a todas as entidades administradoras autorizadas pela CVM a obrigação de:

- Manter regras claras de registro e divulgação de informações;
- Rejeitar registros que apresentem valores ou condições discrepantes;
- Supervisionar continuamente para prevenir manipulação de preços e práticas abusivas;
- Garantir interoperabilidade com outras entidades de registro, preservando a unicidade e a rastreabilidade; e
- Cumprir todas as obrigações e requisitos previstos na RCFM 50/2021.

Do ponto de vista dos participantes, a responsabilidade pela conformidade, integridade e transparência das operações registradas é direta e não pode ser delegada. Diferentemente do mercado de bolsa, onde todas as operações passam por sistemas centralizados de negociação, o balcão admite esse modelo híbrido, que reforça a necessidade de governança regulatória.

3.5 Papel da intermediação e da distribuição no mercado de balcão

A intermediação é peça central para a formação da liquidez e para a boa manutenção da conformidade do mercado de balcão. Aos intermediários cabem as seguintes obrigações:

- Realizar o Conheça seu Cliente (*Know your Customer - "KYC"*) e *suitability* previstos na RCFM 50/2021;
- Documentar ordens e assegurar rastreabilidade, conforme RCFM 35/2021;
- Monitorar potenciais conflitos de interesse, dando prioridade a clientes sobre operações próprias;
- Cumprir políticas de PLD/FTP, com relatório tempestivo de operações suspeitas; e
- Preservar trilhas de auditoria que permitam fiscalização pela CVM e pela autorregulação de todas as entidades administradoras.

A distribuição de valores mobiliários em balcão, por sua vez, deve atender às exigências da Lei nº 6.385/1976 e da Lei nº 6.404/1976, e da RCFM 160/2022, assegurando a divulgação de informações adequadas e a equidade entre investidores.

Comparativamente à bolsa, onde a estrutura de mercado já provê mecanismos de supervisão contínua, no balcão tais salvaguardas dependem quase integralmente da atuação diligente dos intermediários.



4. Participantes do Mercado de Balcão e suas Obrigações

Neste capítulo faremos uma transição da base regulatória geral, tratada nos capítulos anteriores, para a aplicação prática das normas aos diversos agentes que operam no mercado de balcão organizado. O objetivo é deixar claras as responsabilidades de cada participante, criando uma linha mestra das suas obrigações. A estrutura do mercado de balcão, por sua natureza mais flexível e customizada em comparação ao ambiente de bolsa, impõe uma dependência maior da conduta diligente e da robustez dos controles internos de cada entidade para a manutenção da integridade do sistema como um todo.

4.1 Intermediários

A figura do intermediário é central para o funcionamento do mercado, atuando como a principal interface entre os investidores e os ambientes de negociação e de registro. A Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 15, define o sistema de distribuição de valores mobiliários, que compreende as entidades autorizadas a atuar na intermediação de operações, entre as quais podemos citar: (i) sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVMs); (ii) sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVMs), (iii) bancos de investimento e (iv) bancos múltiplos com carteira de investimento. A atuação dessas instituições é fundamental tanto no balcão organizado quanto no não organizado, sendo que neste último a sua participação é obrigatória.

As obrigações regulatórias fundamentais dos intermediários são extensas e multifacetadas, refletindo seu papel crítico no sistema:

• Deveres de Conduta e Execução de Ordens:

a RCVN 35/2021 é o pilar normativo que estabelece as regras de conduta, exigindo que o intermediário exerça suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação aos seus clientes. É mandatório que implementem regras, procedimentos e controles internos para garantir a melhor execução das ordens (*best execution*), assegurando as melhores condições de mercado para o cliente, que pode definir suas próprias condições para execução de sua ordem, não sendo obrigado a apenas aceitar uma operação na forma que lhe foi apresentada pelo intermediário. Adicionalmente, devem manter trilhas de auditoria completas e detalhadas de todas as ordens e operações, permitindo

a rastreabilidade desde a recepção da ordem até a sua efetiva liquidação. Quando falamos sobre o mercado de balcão organizado, pelas suas próprias características, sabemos que existem certas peculiaridades nas ordens enviadas pelo cliente, e isso já foi inclusive objeto de um questionamento do mercado ao regulador. Na resposta foi construída uma interpretação flexibilizada pela CVM, que se posicionou sobre o assunto no Relatório SMI nº008/2013, deixando claro que, ainda que tenha características particulares, é estritamente necessário ter de alguma forma a documentação registrada que represente a ordem do cliente para execução da operação.

• **Cadastro e Suitability:**

a RCVM 50/2021 impõe o dever de Conheça seu Cliente, que envolve a coleta, verificação e atualização periódica de informações cadastrais. Associado a isso está o dever de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do investidor (*Suitability*), uma obrigação de natureza fiduciária que visa proteger o cliente de assumir riscos incompatíveis com seus objetivos, situação financeira e conhecimento. Tais obrigações serão aprofundadas no Capítulo 5.

• **Prevenção à Lavagem de Dinheiro (PLD/FTP):**

em linha com a Lei nº 9.613/1998 e detalhado pela RCVM 50/2021, os intermediários são considerados a primeira linha de defesa do sistema financeiro contra crimes de lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo e financiamento da proliferação de armas de destruição em massa. Devem, portanto, manter políticas, procedimentos e controles internos robustos de PLD/FTP, realizar o monitoramento contínuo de transações e comunicar operações atípicas ou suspeitas ao COAF.

A combinação dessas obrigações demonstra uma estratégia regulatória clara para o mercado de balcão onde a estrutura de mercado é descentralizada e flexível. A menor liquidez desse mercado, bem como sua bilateralidade, proveniente da ausência de um livro de ofertas centralizado e de um ambiente de negociação multilateral na entidade administradora de mercado (“EAM”) transfere para o intermediário a responsabilidade primária pela formação justa de preços, pela adequação do produto e pela prevenção de ilícitos. O ônus da prova do cumprimento regulatório recai quase que inteiramente sobre a qualidade dos registros e controles internos do intermediário, tornando o investimento em tecnologia e em processos de auditoria robustos uma necessidade para manter a integridade do mercado.

4.2 Custodiantes

O custodiante é a entidade responsável pela guarda, manutenção, movimentação, controle e exercício dos direitos sobre os valores mobiliários pertencentes aos investidores. Sua atuação, disciplinada primordialmente pela RCVM 32/2021, além da lei nº 6.385/1976 e suas alterações, da RBCB 304/2023 e da RCMN 4.593/2017, é um pilar para a segurança e integridade do mercado, garantindo que os ativos dos investidores estejam devidamente protegidos e registrados.

As obrigações específicas dos custodiantes incluem:

• Segregação Patrimonial:

a obrigação mais crítica é a manutenção dos ativos dos clientes com controles de custódia individualizados e estritamente segregados do patrimônio do próprio custodiante e de outros clientes. Este princípio fundamental da segregação patrimonial assegura que, em um eventual cenário de insolvência da instituição custodiante, os ativos dos investidores não sejam confundidos com os da instituição e não possam ser utilizados para pagar seus credores.

• Conciliação e Controle:

o custodiante deve realizar a conciliação periódica das posições de valores mobiliários sob sua guarda, controlar e tratar os eventos corporativos incidentes sobre os ativos (como pagamento de juros, amortizações, dividendos, exercício de direitos de subscrição etc.) e processar as instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de seus representantes legais.

• Envio de Informações:

outra obrigação é disponibilizar extratos periódicos aos investidores, detalhando suas posições, movimentações e os eventos ocorridos em suas carteiras, provendo transparência e permitindo que o investidor verifique a veracidade dos registros de suas operações.

• Transferência de Custódia:

deve também processar as solicitações de transferência de custódia para outra instituição (portabilidade) em um prazo pré-estabelecido e regular. Este processo pode ser particularmente desafiador para ativos negociados em balcão, devido à menor padronização e à ausência de informações retidas no custodiante original.

No contexto do mercado de balcão, a função do custodiante transcende a simples guarda de ativos, tornando-se um nó crítico para a integridade da informação. Por esse motivo também se aplicam aos custodianos outras resoluções emitidas pela CVM, tais como a RCVM 50/2021 (PLD/FTP) e a RCVM 62/2022 (Condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas). Muitas vezes os registros do custodiante constituem a única fonte de dados confiável e auditável sobre a existência e a titularidade do ativo. Consequentemente, seus processos de conciliação e reporte tornam-se essenciais para a auditoria e a supervisão do mercado.

Também é importante mencionar que no mercado de balcão é obrigação do custodiante efetuar o cadastro dos fundos de investimentos como participantes diretos nas Entidades Autorizadas de Mercado, sempre se baseando nas informações cadastrais que recebe do administrador do fundo.

4.3 Escrituradores

O escriturador, cuja atividade é regulada pela RCVM 33/2021, é a instituição contratada pelo emissor do valor mobiliário para criar e manter o livro de registro de titularidade dos ativos. Enquanto a relação primária do custodiante é com o investidor, a do escriturador é com o emissor, atuando como o guardião dos registros societários de propriedade dos valores mobiliários.

As obrigações específicas dos escrituradores são:

• Manutenção dos Livros de Registro:

abrir e manter, em sistemas informatizados, os livros de registro de valores mobiliários escriturais. Isso inclui o registro da titularidade e das transferências de propriedade, e eventualmente da constituição de ônus e gravames.

• Processamento de Eventos Corporativos:

atuar, em nome do emissor, no processamento de eventos corporativos, como o pagamento de juros, amortizações, dividendos e no controle do exercício de direitos de subscrição, bonificações, garantindo que os corretos beneficiários recebam seus direitos.

• Conciliação com o Depositário Central:

realizar a conciliação periódica de seus registros com as posições mantidas na central depositária. A regulação exige uma frequência mínima mensal, mas as melhores práticas de mercado apontam para uma conciliação diária, a fim de garantir a integridade e a unicidade das informações sobre os ativos em circulação.

O escriturador e o depositário central formam um sistema de dupla checagem que é essencial para a integridade do mercado. O escriturador deve manter todo o controle do ponto de vista do emissor, representando a verdade sob a ótica societária. Por sua vez, o depositário central reflete a posição consolidada do mercado, ou seja, quem detém os ativos para fins de negociação e custódia. A obrigação de conciliação contínua entre eles é o mecanismo que previne a criação de ativos “fantasmas” ou a perda de registros de titularidade. Uma falha neste processo poderia comprometer a confiança na fungibilidade e na quantidade total de um ativo em circulação.

4.4 Agentes Fiduciários

Previsto na Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.), e regulado principalmente pela RCVM 17/2021 e pela RCVM 60/2021, o agente fiduciário é uma figura de extrema importância em emissões públicas de títulos de dívida, como debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e do Agronegócio (CRAs). Ele atua como o representante legal da comunhão dos investidores (credores), com o dever de proteger seus direitos e interesses coletivos ao longo de toda a vida da emissão.

Suas obrigações específicas consistem em:

• Fiscalização do Emissor:

verificar, de forma contínua e diligente, o cumprimento de todas as obrigações, financeiras e não financeiras (covenants), assumidas pelo emissor na escritura de emissão.

• Fiscalização dos Lastros:

assegurar que os lastros estejam devidamente constituídos, registrados e compatíveis com as condições previstas nos documentos da emissão. Isso inclui a verificação da existência, suficiência, liquidez e regularidade jurídica dos lastros, bem como o monitoramento contínuo de sua manutenção ao longo da vigência do título.

• Análise e Reporte:

analisar a situação econômico-financeira do emissor e a integridade das garantias, elaborando relatórios periódicos para os investidores, nos quais deve destacar os fatos relevantes ocorridos no período.

• Execução de Garantias:

em caso de inadimplência (*default*) do emissor, o agente fiduciário tem o dever e o poder de tomar todas as medidas legais cabíveis para executar as garantias da operação em nome e em benefício dos investidores, buscando a recuperação do crédito.

• Convocação de Assembleias:

convocar e presidir as assembleias de titulares dos valores mobiliários sempre que necessário para deliberar sobre matérias de interesse da comunhão dos credores.



O agente fiduciário funciona como um mecanismo de governança externalizado para os títulos de dívida. Ele soluciona o problema de ação coletiva, no qual seria impraticável e ineficiente para centenas ou milhares de investidores individuais monitorarem o emissor e executarem seus direitos. Sua atuação diligente e independente é um fator chave na precificação do risco de crédito do ativo. A qualidade e a reputação do agente fiduciário são componentes intangíveis, mas críticos, do valor de um título de dívida.

4.5 Emissores e Securitizadoras

A regulamentação da CVM impõe aos emissores de valores mobiliários, em especial securitizadoras e companhias emissoras de debêntures, um conjunto de deveres voltados à transparência e ao acompanhamento da destinação dos recursos captados e da integridade dos ativos que servem de lastro.

No âmbito das ofertas públicas, a RCVM 160/2022 estabelece que a securitizadora deve explicitar no prospecto e nos documentos da emissão se a destinação dos recursos será objeto de acompanhamento, indicando o responsável (em regra, o agente fiduciário), a periodicidade de verificação, a data-limite e um cronograma mínimo semestral de aplicação. Além disso, quando a emissão envolver direitos creditórios, é obrigatória a descrição dos procedimentos de verificação do lastro, bem como das funções atribuídas ao agente fiduciário e demais prestadores de

serviço na supervisão do fluxo desses créditos. Já os emissores de debêntures devem apresentar, de forma clara e objetiva, o uso pretendido dos recursos e seus impactos, detalhando metodologias de acompanhamento sempre que se tratar de títulos rotulados como verdes, sociais ou sustentáveis. A RCVM 160/2022 também assegura a transparência contínua, exigindo a divulgação da escritura de emissão e das comunicações do agente fiduciário, que funciona como elo fiscalizador entre investidores e emissor.

Complementando esse arcabouço, a RCVM 60/2021, voltada especificamente à atividade das securitizadoras, disciplina as obrigações operacionais permanentes relacionadas ao lastro. Cabe à securitizadora registrar e escriturar corretamente os direitos creditórios vinculados à emissão, realizar verificação formal da existência e validade desses créditos antes de sua cessão, promover conciliação mensalmente com as informações fornecidas por cedentes e custodiante, além de elaborar relatórios sobre a qualidade, concentração e inadimplência do lastro, encaminhados ao agente fiduciário e aos investidores. A norma também reforça a necessidade de segregação patrimonial dos ativos em regime fiduciário, garantindo que os fluxos gerados pelo lastro estejam direcionados ao cumprimento das obrigações com os investidores.

Assim, enquanto a RCVM 160/2022 se concentra na transparência e no *disclosure* prévio ao mercado, deixando claro como será feita a supervisão da destinação de recursos e do lastro, a RCVM 60/2021 impõe às securitizadoras uma responsabilidade operacional contínua, de efetivamente executar controles, conciliações e reportes periódicos que viabilizam o acompanhamento pelos agentes fiduciários e pelos próprios investidores. No caso dos emissores de debêntures, a fiscalização da aplicação dos recursos e do cumprimento de *covenants* recai principalmente sobre o agente fiduciário, cabendo ao emissor manter o fluxo de informações adequado para possibilitar esse monitoramento.

Em síntese, a estrutura regulatória da CVM estabelece um modelo de responsabilidade compartilhada: os emissores e as securitizadoras devem garantir transparência, controles internos e reporte adequado, enquanto o agente fiduciário atua como fiscal independente, zelando pela correta aplicação dos recursos e pela integridade do lastro em favor dos investidores.

4.6 Administradores (ou Administradores Fiduciários)

Com o advento da RCVM 175/2022, o novo marco regulatório dos fundos de investimento, o papel do administrador foi significativamente redefinido. Ele permanece como o principal responsável pela constituição, funcionamento e representação legal do fundo perante os órgãos reguladores e os cotistas, mas com uma delimitação mais clara de suas responsabilidades em relação ao gestor.

As obrigações específicas do administrador, no novo regime, incluem:

• Custos:

o administrador fiduciário é o principal responsável pela gestão do passivo do fundo. Isso abrange o controle do fluxo de caixa de aplicações e resgates, o cálculo diário do valor da cota e do patrimônio líquido e a escrituração da emissão e do resgate de cotas.

• Supervisão e Contratação:

embora o gestor tenha ganhado autonomia para contratar certos prestadores de serviço, o administrador mantém o dever fiduciário de supervisionar os serviços prestados por todas as partes envolvidas, incluindo o próprio gestor e o custodiante. Ele deve garantir que todos atuem em estrita conformidade com o regulamento do fundo e com a legislação vigente.

• Deveres Fiduciários:

o administrador deve agir com o mais alto grau de diligência e lealdade para com os cotistas, o que inclui a responsabilidade pela divulgação de todas as informações periódicas e eventuais do fundo e pela garantia da conformidade regulatória geral do veículo de investimento.

A RCVM 175/2022, além de delimitar as obrigações do administrador, o transformou de único executor central de quase todas as funções, para um supervisor das ações que passaram a ser exercidas pelos gestores e pelo custodiante. Adicionalmente, conforme previsto pela RCVM 175/2022, o administrador tem obrigações relativas à PLD/FTP como por exemplo a obrigação de conhecer o investidor final. Isso significa que o administrador agora precisa ter um *framework* de *due diligence* e monitoramento contínuo sobre os demais prestadores de serviço muito mais robusto e sofisticado. Sua responsabilidade não se limita mais apenas aos seus próprios atos, mas também à sua falha em supervisionar adequadamente os outros, mudando a complexidade e o risco de sua atividade.

4.7 Gestores

O gestor é a pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para realizar a administração profissional de carteiras de valores mobiliários. Sua atuação foi profundamente impactada pela RBCM 175/2022, que o elevou à categoria de prestador de serviço essencial e ampliou significativamente suas responsabilidades diretas.

As obrigações específicas do gestor, no novo regime, incluem:

• Gestão do Ativo:

é o principal e direto responsável pela gestão da carteira de ativos do fundo. Isso inclui a tomada de decisões de investimento (compra, venda e manutenção de ativos) e o controle de enquadramento da carteira aos limites de risco, concentração e diversificação estabelecidos no regulamento do fundo e na legislação.

• Gestão do Riscos:

deve implementar e manter uma estrutura robusta e independente de gestão de riscos, adequada à complexidade da carteira, o que inclui a realização de testes de estresse periódicos para avaliar o comportamento do fundo em cenários adversos.

• Contratação de Prestadores de Serviço:

passa a ser o responsável direto pela contratação de diversos prestadores de serviço ligados à gestão do ativo e à distribuição do fundo, como distribuidores, consultores de investimento e intermediários para a execução de ordens. Anteriormente, essa era uma atribuição primária do administrador.

Com a RBCM 175/2022, ao conferir ao gestor autonomia e responsabilidade direta sobre a contratação de distribuidores e outros serviços, a CVM alinha a responsabilidade legal com a responsabilidade de fato, uma vez que o gestor é quem melhor conhece as necessidades da estratégia de investimento e quem, na prática, já influenciava essas escolhas. Essa mudança força os gestores a desenvolverem competências de compliance e gestão de fornecedores que antes eram concentradas nos administradores, ampliando o escopo de atuação de suas áreas de controles internos.



Outra resolução fundamental para entendimento do papel dos gestores é a RCVM 21/2021, que trata sobre a administração de carteiras de valores mobiliários, detalhando o papel de gestores e administradores, como por exemplo a gestão de risco de liquidez de um fundo, que é responsabilidade de ambos. É importante ressaltar ainda que no mercado de balcão organizado, o gestor de um fundo não precisa necessariamente de um intermediário para atuar, uma vez que fundos de investimentos são considerados participantes diretos das Entidades Autorizadas de Mercado, e podem negociar diretamente em seus ambientes de negociação sem intermediação.



5. Intermediação: Conflitos de Interesse e *Suitability*

Este capítulo aprofunda a análise sobre um dos principais pilares da proteção do investidor no mercado de balcão: a atuação do intermediário. O foco aqui será sobre os deveres fiduciários a gestão de duas áreas de risco regulatório particularmente elevado: os conflitos de interesse, que são inerentes à atividade de intermediação financeira, e a aplicação do processo de *suitability*, que se torna especialmente complexa diante da diversidade e flexibilidade, além da possível baixa liquidez de ativos negociados em balcão.

5.1 Conflitos de interesse no Mercado de Balcão Organizado: identificação, mitigação e *disclosure*

Conflitos de interesse são situações em que os interesses do intermediário ou de seus colaboradores se sobrepõem ou divergem dos interesses de seus clientes, criando incentivos para que o intermediário não atue no melhor interesse do cliente. A regulação brasileira adota uma abordagem multifacetada para lidar com esses conflitos, baseada em identificação, mitigação e, quando inevitável, divulgação (*disclosure*).

• Identificação:

as fontes mais comuns de conflitos de interesse incluem:

o Operações de Tesouraria Própria (*Principal Trading*):

quando o intermediário atua como contraparte direta na operação do cliente, situação bastante comum em operações do mercado de balcão, há um conflito inerente, pois o intermediário, em certas ocasiões, pode vir a buscar o preço que seja mais competitivo para si, enquanto deveria, por seu dever fiduciário, buscar o melhor preço para o cliente.

o Distribuição de Produtos de Partes Relacionadas:

a distribuição de fundos, títulos de dívida ou outros produtos emitidos por empresas do mesmo conglomerado financeiro pode levar a uma recomendação enviesada.



o Modelos de Remuneração:

determinados modelos, quando não são bem calibrados, podem incentivar a recomendação de produtos que não sejam necessariamente os mais adequados ao perfil do cliente.



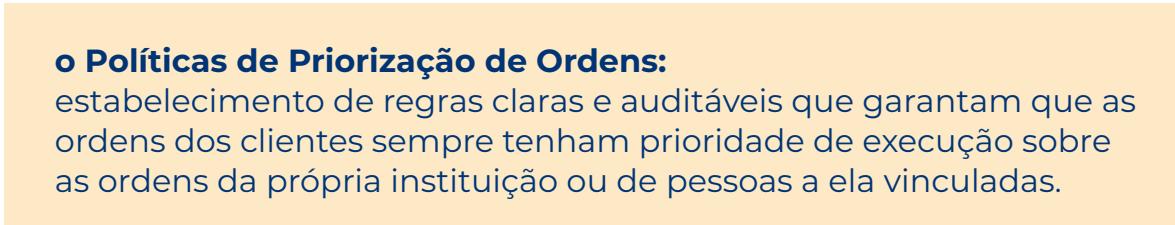
• Mitigação:

a RCVM 35/2021 exige que os intermediários estabeleçam regras, procedimentos e controles internos robustos para gerenciar esses conflitos. As principais ferramentas de mitigação são:



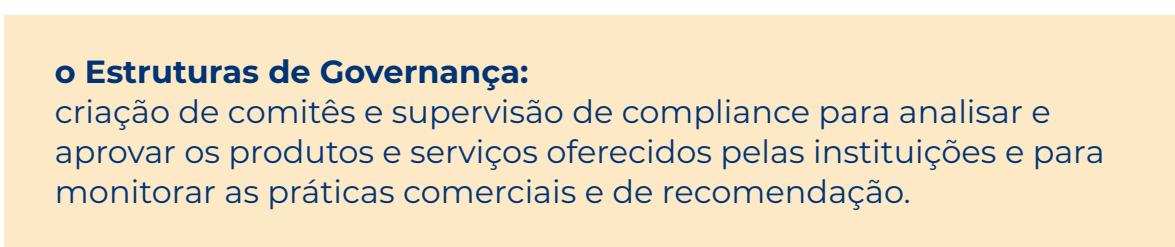
o Barreiras de Informação (*Chinese Walls*):

segregação física e lógica entre áreas que possuem informações confidenciais e/ou privilegiadas e áreas que negociam no mercado. O objetivo é evitar o desequilíbrio no uso indevido de informações (*insider trading*).



o Políticas de Priorização de Ordens:

estabelecimento de regras claras e auditáveis que garantam que as ordens dos clientes sempre tenham prioridade de execução sobre as ordens da própria instituição ou de pessoas a ela vinculadas.



o Estruturas de Governança:

criação de comitês e supervisão de compliance para analisar e aprovar os produtos e serviços oferecidos pelas instituições e para monitorar as práticas comerciais e de recomendação.



• Disclosure (Divulgação):

quando um conflito não pode ser razoavelmente evitado, ele deve ser claramente divulgado ao cliente, de forma prévia à realização da transação, permitindo que o cliente tome uma decisão consciente. A RCVM 35/2021, com as alterações da RCVM 134/2022, passou a exigir a divulgação qualitativa de todas as formas de remuneração e potenciais conflitos de interesse. A RCVM 179/2023, que também alterou a RCVM 35/2021, trouxe ainda outros avanços no disclosure para os investidores sobre a remuneração dos intermediários:

o Divulgação da remuneração:

intermediários devem informar de forma clara e acessível os valores e formas de remuneração recebida por eles na oferta de produtos financeiros.

o Extrato trimestral:

envio de um extrato trimestral ao cliente detalhando a remuneração auferida pelo intermediário no período de referência.

o Acesso online:

informações sobre remuneração devem ser disponibilizadas em uma seção específica do site, para que o investidor possa acessá-las antes de tomar uma decisão de investimento.

5.2 *Suitability* no Mercado de Balcão Organizado: aplicação e desafios

A regra de *suitability* é um dos principais mecanismos de proteção ao investidor, visando garantir que os produtos, serviços e operações recomendados sejam adequados ao seu perfil. Dada a relevância do tema para o mercado de balcão, a CVM lançou o Ofício-Circular CVM/SMI nº 3/2021, que buscou enfatizar os deveres de cumprimentos das regulamentações em vigor para os participantes desse mercado.

• Aplicação do Processo de API:

a RBCM 30/2021 e a RBCM 50/2021 determinam a obrigatoriedade da Análise do Perfil do Investidor (API). O processo exige que o participante do mercado de capitais colete e análise informações sobre os objetivos de investimento, a situação financeira (receitas, patrimônio, necessidade de liquidez) e o conhecimento do cliente sobre o mercado de capitais entre outros. Com base nessas informações, o cliente é classificado em um perfil de risco, como conservador, moderado ou agressivo, e os produtos e serviços são então avaliados quanto à sua adequação a esse perfil.

• Desafios no Mercado de Balcão:

a aplicação do processo de *suitability* é significativamente mais desafiadora para produtos de balcão, por diversas razões:

o Complexidade:

muitos produtos de balcão são estruturados, com retornos não-lineares, barreiras, alavancagem e dependência de múltiplos fatores de risco (exemplos: Crédito Privado, fundos de investimentos, derivativos e Certificados de Operações Estruturadas - COEs). Dessa forma torna-se extremamente difícil para o intermediário avaliar se o cliente realmente comprehende a complexidade e os riscos envolvidos.

o Baixa liquidez:

alguns produtos negociados no Mercado de Balcão, como por exemplo debêntures de empresas de capital fechado, cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIPs), Certificados de Recebíveis podem não ter um mercado secundário ativo. O risco de liquidez é um fator crítico que precisa ser adequadamente ponderado e explicado ao cliente, pois ele pode não conseguir converter seu investimento em caixa quando desejar ou necessitar, ou se o fizer poderá ser com um deságio muito grande.

o Assimetria de Informação:

a quantidade e a qualidade da informação disponível sobre emissores de menor porte ou sobre o lastro de operações de securitização são, em geral, muito inferiores às disponíveis para companhias abertas listadas em bolsa. Isso aumenta a assimetria informacional entre o intermediário e o investidor, elevando o risco da decisão de investimento.

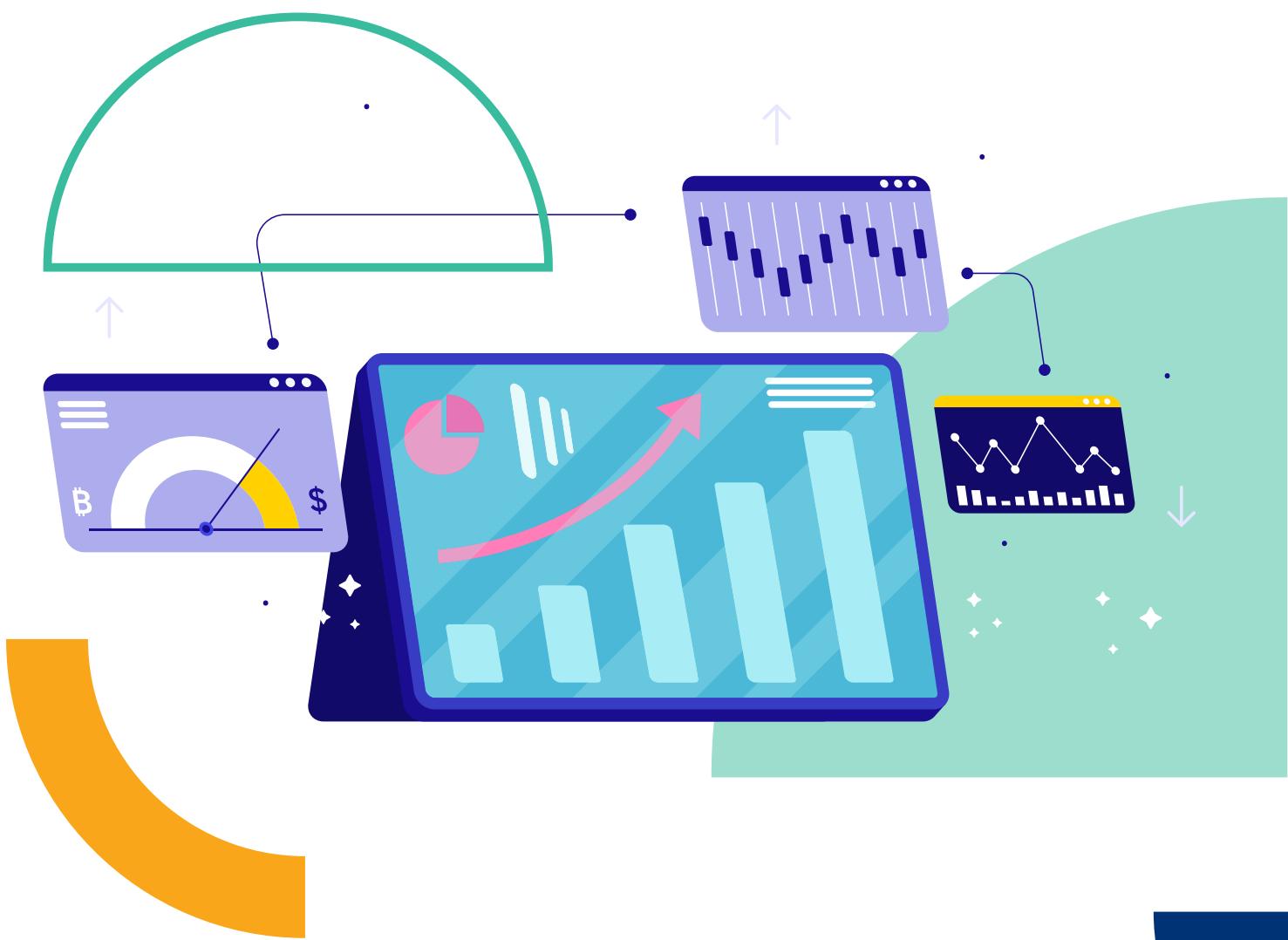
o Condições do produto:

as características dos produtos do mercado de balcão, sendo muitas vezes bastante complexas, podem permitir condições específicas para resgate antecipado, ou ter gatilhos de início ou fim em determinadas condições, ou ainda ter uma previsão de antecipação unilateral, tornam o processo de *suitability* mais delicado, pois todas essas condições devem estar muito claras desde o momento da colocação do produto no mercado. Além disso esses produtos não são de ampla negociação por todo o mercado, ou seja, normalmente um investidor só consegue se desfazer desse tipo de produto com a própria instituição que vendeu o mesmo para ele.

A regra de *suitability*, quando aplicada a produtos complexos de balcão, deve ser implementada com extrema cautela. Isso porque não é suficiente que as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários apenas cumpram o requisito formal de aplicar um questionário e obter a assinatura do cliente no termo de ciência de risco. Muitas vezes, esses documentos podem não refletir a verdadeira compreensão

do cliente sobre os riscos que está assumindo. Em caso de perdas, o investidor pode alegar que, apesar de ter assinado o termo, não recebeu a orientação adequada sobre os riscos específicos daquele produto complexo. Isso pode expor a instituição a um elevado risco de litígios e a questionamentos regulatórios que vão além da forma, tocando na substância do seu processo de Análise de Perfil de Investidor (API).

Para mitigar esse risco, as melhores práticas recomendam que se vá além do questionário padrão, especialmente no caso de produtos complexos. É importante adotar documentação adicional, como gravações de conversas, atas de reuniões ou declarações de ciência de risco específicas para cada produto. Esses documentos devem detalhar, em uma linguagem clara e acessível, os riscos associados à complexidade, baixa liquidez e crédito.



6. Cadastro, Conheça seu Cliente e PLD/ FTP

Este capítulo aprofunda o pilar de integridade do mercado, detalhando as obrigações de cadastro de clientes, a aplicação dos procedimentos de KYC e a implementação de um programa robusto de PLD/FTP. A análise conectará a base normativa, centrada na RCVM 50/2021, com as responsabilidades operacionais dos diversos participantes do mercado de balcão, conforme delineado no Capítulo 4.

6.1 A Arquitetura Regulatória de PLD/FTP

A estrutura de prevenção a ilícitos financeiros no mercado de capitais brasileiro é formada por diversos tipos de regras, com fundamentos legais e normativos que se interconectam para formar um sistema coeso de defesa. A base legal é a Lei nº 9.613/1998, que tipifica o crime de lavagem de dinheiro e estabelece as obrigações gerais para um vasto rol de setores econômicos, incluindo o mercado de valores mobiliários. Contudo, é a regulamentação infralegal que traduz esses mandatos em deveres concretos e auditáveis para os participantes do mercado.

Nesse contexto, a RCVM 50/2021, emerge como o principal normativo, consolidando e modernizando as regras de PLD/FTP para o setor.

A atuação da CVM, no entanto, não ocorre de forma isolada. Suas normas são complementares e devem ser harmonizadas com as de outros reguladores do Sistema Financeiro Nacional. Destaca-se a RBCB 304, que estabelece diretrizes de PLD/FTP para as instituições financeiras sob a supervisão do BCB.

No topo dessa estrutura, o COAF funciona como a Unidade de Inteligência Financeira (“UIF”) do Brasil, sendo o órgão central para o recebimento, análise e disseminação de informações sobre operações suspeitas comunicadas por todos os setores obrigados.

Essa arquitetura revela que a conformidade em PLD/FTP deve ser compreendida como um sistema integrado, e não como uma série de obrigações isoladas. Uma política de PLD/FTP eficaz não pode se limitar a um *checklist* dos artigos da RCVM 50/2021. Ela deve ter uma visão ampla, reconhecendo a interdependência entre as normas.

6.2 A Abordagem Baseada em Risco (ABR)

A principal mudança filosófica consolidada pela RCVM 50/2021 é a adoção definitiva da Abordagem Baseada em Risco (“ABR”) como o alicerce de todo o programa de PLD/FTP. Este modelo representa uma transição de um paradigma puramente prescritivo, onde todos os clientes e operações recebiam um tratamento uniforme, para um modelo principiológico e dinâmico. Na ABR, a intensidade dos controles, a frequência do monitoramento e a profundidade das diligências devem ser diretamente proporcionais ao nível de risco de LD/FTP identificado pela instituição. O objetivo é permitir que os participantes aloquem seus recursos de compliance de forma mais eficiente e eficaz, concentrando esforços nas áreas que apresentam maior vulnerabilidade.

A materialização da ABR ocorre por meio da Avaliação Interna de Risco (“AIR”), um exercício diagnóstico que cada instituição deve conduzir para identificar, mensurar e compreender sua exposição específica aos riscos de LD/FTP. Os resultados dessa avaliação devem ser formalizados no Relatório de

Avaliação Interna de Risco (“RAIR”), um documento estratégico que não apenas evidencia o cumprimento regulatório, mas também serve como o mapa que guia a elaboração e a calibração da política de PLD/FTP e de todos os seus procedimentos associados.

6.3 Procedimentos de Conheça seu Cliente e a Identificação do Beneficiário Final

Os procedimentos de Conheça seu Cliente são a aplicação prática e individualizada da Abordagem Baseada em Risco no nível do cliente. Trata-se de um processo contínuo que fundamenta todo o relacionamento comercial e é essencial para a prevenção de ilícitos. O processo de Conheça seu Cliente pode ser estruturado em três fases interdependentes:

1

Identificação: é a etapa inicial de coleta de informações e documentos para verificar a identidade do cliente. As informações obrigatórias a serem coletadas nessa fase estão previstas no anexo da RCVM 50/2021.

2

Qualificação: nesta fase, a instituição aprofunda o conhecimento sobre o cliente, coletando informações sobre sua situação financeira (renda, patrimônio), se ele é considerado Pessoa Exposta Politicamente (“PEP”), seus objetivos de investimento e seu conhecimento do mercado de capitais. Este processo possui uma sobreposição natural com a análise de adequação de produtos ao perfil do investidor (*suitability*), detalhada no Capítulo 5, demonstrando a sinergia entre as frentes de proteção ao investidor e de PLD/FTP.

3

Classificação: com base em todas as informações coletadas nas fases anteriores, a instituição atribui ao cliente um perfil de risco de LD/FTP (por exemplo, baixo, médio ou alto). Essa classificação, que deve ser formalizada e baseada em critérios objetivos definidos na política interna, é o fator determinante para a intensidade das diligências subsequentes e a frequência do monitoramento transacional.

Um dos maiores desafios operacionais do processo de Conheça seu Cliente é a identificação do Beneficiário Final (*Ultimate Beneficial Owner - UBO*), definido como a pessoa natural que, em última instância, de forma direta ou indireta, possui, controla ou influencia significativamente uma entidade. A obrigação de identificar o Beneficiário Final está prevista na RCVM 50/2021. No mercado de balcão, essa tarefa se torna particularmente complexa ao lidar, por exemplo, com

estruturas societárias complexas. A dificuldade em obter, validar e compreender a documentação societária de diferentes jurisdições pode representar um ponto de vulnerabilidade significativo. Contudo, essa dificuldade pode ser amenizada com a aplicação de medidas de mitigação de risco reforçadas, incluindo o monitoramento contínuo e mais rigoroso das operações e a documentação detalhada de todas as diligências realizadas na tentativa de identificação.

Finalmente, o Conheça seu Cliente não é um processo estático, a ser realizado apenas no início do relacionamento. A RCVM 50/2021 determina a obrigação de manter os cadastros dos clientes atualizados. A norma estabelece um prazo máximo de 5 anos para a atualização, mas a ABR exige que essa periodicidade seja reduzida para clientes classificados com perfis de risco mais elevados.

7. Supervisão, Monitoramento e Transparência

Este capítulo aborda os mecanismos que garantem a integridade, a equidade e a eficiência do mercado de balcão organizado. Serão detalhadas a estrutura de supervisão, as obrigações de monitoramento de operações impostas aos participantes para coibir ilícitos, e os regimes de transparência que sustentam a formação de preços e a confiança dos investidores.

7.1 O Modelo Híbrido de Supervisão do Mercado de Balcão

A supervisão do mercado de balcão organizado no Brasil opera sob um modelo híbrido, que combina a fiscalização direta do regulador primário com a supervisão delegada às entidades administradoras de mercados organizados e das suas autorregulações. Essa estrutura busca equilibrar a necessidade de um controle rigoroso, exercido pelo poder público, com a agilidade e a especialização técnica que a proximidade do mercado pode oferecer.

A CVM figura como o órgão regulador central, detendo a competência legal para autorizar o funcionamento e a extinção de entidades administradoras de mercado de balcão organizado, fiscalizar o cumprimento das normas por elas e por seus participantes e aplicar o seu

poder sancionador em caso de infrações. Contudo, a RCMV 135/2022 delega às próprias entidades administradoras de mercado a responsabilidade primária pela supervisão cotidiana de seus ambientes de negociação e registro. Este é o pilar da autorregulação.

Vale mencionar que a autorregulação é responsável pelo acompanhamento de todas as atividades relacionadas a valores mobiliários do mercado em que atua, incluindo o de balcão organizado. Além disso, a autorregulação deve realizar auditorias periódicas nos participantes para verificar a adequação de seus controles internos, bem como emitir conteúdos orientativos, como normas, guias e outros instrumentos com o objetivo de disseminar melhores práticas.

7.2 Monitoramento de Operações pelos Participantes

Além da supervisão exercida pela CVM e pela autorregulação, a integridade do mercado depende de uma primeira camada de vigilância: o monitoramento contínuo realizado pelos próprios participantes, em especial os intermediários. A RCVM 35/2021 impõe a estes o dever de implementar e manter regras, procedimentos e controles internos eficazes para monitorar as operações cursadas por seus clientes. O Ofício Circular CVM/SMI 1/2024 reforçou que este não é um dever passivo, mas uma obrigação ativa de zelar pela integridade do mercado, posicionando o intermediário como um supervisor de primeira linha.



Os sistemas de monitoramento dos participantes devem ser parametrizados para detectar padrões de negociação que possam indicar a ocorrência de abusos de mercado ou operações fraudulentas.

Ao detectar um alerta que aponte indícios da ocorrência de ilícitos, o participante tem a obrigação de conduzir uma análise interna para apurar a ocorrência. Caso a suspeita seja confirmada, ele deve comunicar o fato simultaneamente à CVM e à entidade autorreguladora.

Observa-se uma clara convergência entre o dever de monitorar operações de mercado e o dever de monitorar transações para fins de PLD/FTP. Historicamente, estas eram funções de compliance distintas, operadas por equipes e sistemas diferentes. Contudo, a lógica regulatória e os avanços tecnológicos estão cada vez mais unindo essas duas frentes. Um padrão de negociação atípico para o perfil de um cliente pode ser, simultaneamente, um indício de manipulação de mercado e de lavagem de dinheiro. A implicação para as instituições é que as áreas de PLD/FTP e de monitoramento de mercado não podem mais operar em silos.

7.3 Transparência

A transparência é a base sobre a qual se constrói a confiança e a eficiência de qualquer mercado de capitais. No ambiente de balcão organizado, os regimes de transparência são ainda mais críticos. Eles podem ser divididos em categorias principais:

• Transparência Pré-Negociação:

refere-se à divulgação de informações sobre as ofertas de compra e de venda antes do fechamento de um negócio. No mercado de balcão organizado, essa transparência não é automática como no mercado de bolsa, que tem um livro de ofertas centralizado, no entanto isso aumenta a responsabilidade do intermediário, que deve garantir que os preços praticados sejam justos, mostrando para o investidor as ofertas disponíveis e verificando se os preços de determinado ativo adequados.

• Transparência Pós-Negociação:

consiste na obrigação de divulgar ao público as informações sobre operações previamente realizadas, incluindo o ativo negociado, a quantidade, o preço e o horário da operação. Este é um requisito fundamental para o mercado de balcão organizado. O registro tempestivo da operação na entidade registradora, mesmo para as operações previamente realizadas fora do sistema, garante essa transparência. A divulgação cria um registro público, centralizado e auditável que serve como referência para a precificação de outros ativos (marcação a mercado), para a supervisão do mercado por parte dos reguladores e para a verificação da qualidade da execução pelos investidores.

É importante ressaltar que existe um elo direto entre a transparência do negócio e a pós-negociação para viabilidade do modelo de balcão organizado. A permissão regulatória para que negociações ocorram de forma mais flexível e, por vezes, bilateral, é concedida sob a condição de que o resultado dessas negociações seja tornado público de forma padronizada e tempestiva. Essa divulgação pós-negociação transforma uma informação privada (o preço de uma transação bilateral) em um bem público (um ponto de referência de

preço para todo o mercado). É essa informação pública que permite a outros participantes marcarem suas posições a mercado, que dá aos reguladores os dados necessários para monitorar a integridade do sistema e que possibilita aos investidores aferirem se suas ordens foram executadas em condições justas. Portanto, a transparência pós-negociação não é apenas uma regra acessória é o ponto central que legitima e sustenta a flexibilidade que define o mercado de balcão.

8. Registro e Pós-Negociação

Este capítulo mostra a fase subsequente à realização de uma operação no mercado de balcão organizado. A análise abrange desde o momento do registro da operação, um ato fundamental para a transparência do mercado, até sua liquidação final, explorando os mecanismos que garantem a segurança e a eficiência do processo. A integridade do mercado não reside apenas na negociação justa, mas também na certeza de que as obrigações decorrentes dela serão cumpridas de forma tempestiva, segura e transparente.

8.1 O Registro como Pilar da Transparência Pós-Negociação

Conforme abordado no Capítulo 7, a transparência é um dos pilares que sustentam a confiança e a eficiência do mercado de balcão organizado. Nesse ecossistema, o ato do registro da operação é o mecanismo central que materializa a transparência pós-negociação, sendo a contrapartida necessária para a flexibilidade operacional que caracteriza este ambiente.

A lógica regulatória subjacente é a de uma concessão condicionada: o regulador permite que as negociações ocorram fora de um livro de ofertas centralizado e multilateral – sob a condição de que o resultado dessas negociações seja compulsoriamente submetido a um sistema de registro centralizado.

8.1.1 Transparência de Operações no Mercado de Balcão

A transparência das operações realizadas no mercado de balcão é um pilar essencial para a integridade e a eficiência do mercado de capitais. Essa exigência de divulgação da informação de forma tempestiva decorre da necessidade de que as informações sobre as transações — ainda que não concluídas ou liquidadas — estejam disponíveis aos agentes de supervisão e ao público interessado, permitindo monitoramento, formação de preços e gestão de riscos de maneira mais eficaz.

A lógica por traz dessa necessidade é que no mercado de balcão, as operações são negociadas majoritariamente de forma bilateral e, portanto, fora de ambientes centralizados. Essa característica cria assimetria de informação entre participantes e pode dificultar o acompanhamento das condições

de mercado. Por essa razão, a regulamentação impõe a obrigação de divulgação prévia — ainda que resumida — de certas informações sobre a operação (como ativo, preço, data e contrapartes), antes mesmo de seu registro definitivo na entidade registradora.

Essa transparência prévia permite que o mercado conheça as condições das transações em tempo quase real, reduzindo riscos de manipulação e promovendo maior equidade informacional. Além disso, ela facilita o trabalho dos órgãos reguladores e autorreguladores, como a CVM e as próprias entidades administradoras de mercado, no acompanhamento de práticas e identificação de anomalias operacionais.

8.1.2 Diferenciação das Modalidades de Registro

A forma como o registro ocorre depende da modalidade de negociação utilizada no mercado de balcão organizado:

• **Registro de Operações Executadas em Sistema:**

para negócios fechados em ambientes eletrônicos, sejam eles bilaterais, multilaterais ou com a participação de um formador de mercado, o registro é, em geral, um subproduto automático e instantâneo do fechamento da operação. O próprio sistema de negociação gera e envia os dados da transação para a infraestrutura de pós-negociação, garantindo máxima tempestividade, padronização e integridade dos dados.

• **Registro de Operações Previamente Realizadas:**

esta modalidade é uma característica distinta do mercado de balcão organizado, conforme previsto no Art. 4º da RCMV 135/2022. Consiste em transações pactuadas bilateralmente entre as partes, mas que são obrigatoriamente submetidas para registro nesta entidade. Nesta modalidade, a responsabilidade pela submissão correta e tempestiva dos dados da operação recai diretamente sobre os participantes envolvidos no negócio.

8.1.3 Responsabilidades da Entidade Administradora de Mercado (EAM)

A entidade administradora do mercado de balcão organizado detém um dever fiduciário de zelar pela integridade do ambiente sob sua gestão. No que tange ao registro, suas responsabilidades são críticas. De acordo com os artigos 149 e 150 da RCVM 135/2022, a entidade deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles robustos para identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço.

Fundamentalmente, a norma confere à entidade administradora a prerrogativa de recusar o registro de negócios cujos preços ou condições apresentem discrepâncias significativas em relação aos padrões de mercado para ativos similares. Essa função de *gatekeeper* é vital para impedir que o sistema de registro seja utilizado para fins ilícitos, como a transferência indevida de recursos ou a criação de preços de referência artificiais para manipulação de mercado.

8.1.4 Interoperabilidade e Unicidade do Registro

Em um cenário de mercado com múltiplas entidades administradoras autorizadas a operar, surge o risco de fragmentação da informação, o que poderia comprometer a visão consolidada do mercado. Para mitigar esse risco, o Art. 151 da RCVM 135/2022 impõe às entidades o dever de desenvolverem entre si mecanismos de interoperabilidade.

A interoperabilidade é um mecanismo que permite a comunicação e o processamento de operações entre diferentes infraestruturas de pós-negociação. Seu principal objetivo é facilitar a transferência de ativos entre instituições distintas, garantindo eficiência operacional, redução de custos de custódia e segurança jurídica para os participantes do mercado.

O objetivo da interoperabilidade é assegurar a integridade e a unicidade dos registros de um determinado valor mobiliário, independentemente de qual entidade a operação foi registrada. Isso permite eventualmente a portabilidade dos registros entre diferentes ambientes e garante que reguladores e o mercado tenham acesso a uma fonte de dados coesa e confiável sobre a totalidade das operações realizadas, prevenindo a criação de registros duplicados ou conflitantes.

8.2 Modalidades de Liquidação e a Mitigação do Risco de Contraparte

A escolha da modalidade de liquidação é um dos fatores mais críticos para a gestão de risco no mercado de balcão, pois define quem arcará com as perdas, caso uma das partes da operação não cumpra sua obrigação. A regulação estabelece diferentes modelos, cuja aplicabilidade depende da forma como a negociação foi realizada.

8.2.1 Liquidação com Modalidade Líquida com Contraparte Central (CCP)

Neste modelo, uma entidade especializada – a CCP – se interpõe entre o comprador e o vendedor originais. Através de um processo jurídico chamado novação, a CCP torna-se a compradora para todo vendedor e a vendedora para todo comprador. Este mecanismo transforma o risco de contraparte pulverizado entre os diversos participantes em um risco único e centralizado contra a CCP.

A CCP mitiga esse risco por meio de um robusto sistema de gestão de garantias, que inclui a exigência de depósitos de margem inicial e diária dos participantes e a manutenção de fundos de liquidação para cobrir eventuais inadimplências. Conforme o artigo 142 da RCVM 135/2022, no

mercado de balcão organizado a liquidação via CCP é obrigatória para operações realizadas em sistemas centralizados e multilaterais de negociação e para aquelas que contam com a participação de um formador de mercado.



8.2.2 Liquidação com Modalidade Líquida sem Contraparte Central (CCP)

Nesta modalidade, a liquidação ocorre por compensação multilateral de recursos financeiros, mas sem a intermediação de uma CCP. Ou seja, cada participante mantém a responsabilidade direta por suas obrigações perante os demais, havendo a apuração de saldos líquidos devidos ou a receber após o processo de compensação.

O processo é regido pela Entidade Autorizada de Mercado (“EAM”), que realiza o cálculo dos resultados financeiros líquidos de cada instituição. Os resultados são previamente disponibilizados às Instituições Liquidantes e Participantes, que devem confirmá-los ou recusá-los dentro dos prazos operacionais estabelecidos

Uma vez confirmados, as Instituições Liquidantes comandam a transferência dos valores líquidos devedores para a Conta de Liquidação da EAM no BCB, via Sistema de Transferência de Reservas (“STR”).

O modelo busca eficiência operacional, reduzindo o número de transações financeiras, mas mantém risco bilateral de crédito e liquidação, já que não há substituição das contrapartes originais.

8.2.3 Liquidação via Sistema de Transferência de Reservas Bruta (Bilateral)

A Liquidação por Transferência do Bruto, em Tempo Real — também denominada liquidação STR Bruta — caracteriza-se pela transferência individualizada e imediata dos recursos financeiros entre as instituições envolvidas, utilizando o STR do BCB.

Nesta modalidade, cada obrigação pecuniária é liquidada de forma isolada, sem compensação com outras posições, o que elimina o risco de crédito entre as partes, mas exige maior disponibilidade de liquidez. O mecanismo pode

ser aplicado, por exemplo, a obrigações de operações do mercado secundário e a eventos de ativos que não se enquadrem nas modalidades líquidas, conforme definido pela EAM.

As Instituições Liquidantes que confirmam débitos nesta modalidade comprometem-se a realizar o pagamento correspondente em tempo real.

8.2.4 Liquidação Sem Modalidade (Bilateral)

A liquidação sem modalidade abrange obrigações financeiras ou eventos que não são processados dentro da EAM. Nesses casos, a liquidação ocorre diretamente entre as partes envolvidas, fora do ambiente centralizado.

Esse tipo de liquidação é aplicável, por exemplo, a operações contratadas sem modalidade ou a eventos de ativos cuja liquidação financeira seja executada externamente, sob responsabilidade direta das instituições participantes.

Embora ofereça flexibilidade operacional, essa modalidade implica maior risco bilateral e depende da diligência dos participantes para assegurar a efetiva transferência dos recursos.

Nesses casos, a EAM exige que as instituições envolvidas comuniquem a conclusão da liquidação ou eventuais inadimplências, conforme previsto em seus Regulamentos e Manuais.



9. Autorregulação no Mercado de Balcão Organizado

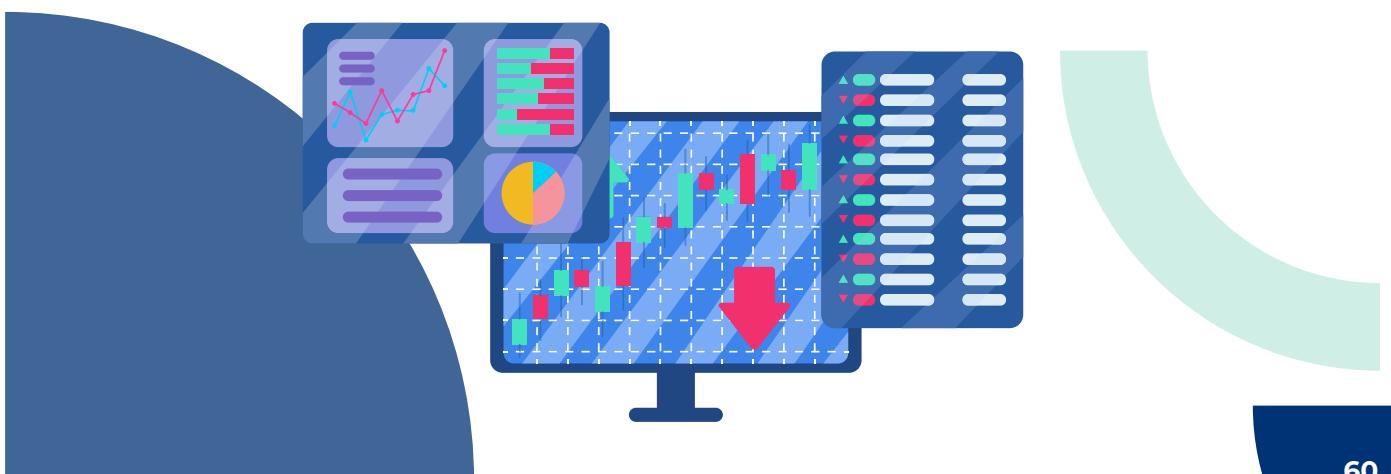
Este capítulo buscará desmistificar a percepção equivocada de que a autorregulação se restringe ao ambiente de bolsa, demonstrando que sua autoridade e seu escopo de atuação se estendem, de forma inequívoca e mandatária, a todos os mercados organizados, incluindo o mercado de balcão. A análise aprofunda como o modelo de supervisão brasileiro foi desenhado para ser abrangente, garantindo que a flexibilidade operacional do balcão seja sempre acompanhada por um rigoroso e especializado mecanismo de fiscalização, essencial para a integridade, a eficiência e a proteção do investidor em todo o mercado de capitais.

9.1 A Abrangência da Autorregulação no Mercado de Balcão Organizado

A ideia de que a autorregulação é uma prerrogativa exclusiva do mercado de bolsa é um equívoco que ignora a lógica e a norma da regulação brasileira. O modelo de supervisão do mercado de capitais, liderado pela CVM, é híbrido e se baseia em uma delegação de competências. A CVM estabelece o arcabouço normativo e detém o poder sancionador final, mas delega a supervisão cotidiana a entidades complementares de autorregulação.

Este mandato de supervisão não é segmentado por tipo de ambiente de negociação. Pelo contrário, ele é unificado e se aplica a qualquer “mercado organizado”, conforme definido pela RCMV 135/2022. Portanto, a partir do momento em que um ambiente de negociação ou registro é classificado como “organizado” – seja ele bolsa ou

balcão –, ele passa a estar, por definição, sob a jurisdição de uma entidade de autorregulação. A flexibilidade inerente ao mercado de balcão, longe de justificar uma isenção da supervisão e fiscalização, na verdade a torna ainda mais crucial para garantir a integridade e credibilidade dos negócios.



9.2 A Aplicação Prática da Autorregulação no Ambiente de Balcão

A atuação de uma autorregulação no mercado de balcão organizado não é meramente teórica, ela se materializa em atividades concretas e contínuas, que espelham as mesmas funções exercidas no ambiente de bolsa, adaptadas às especificidades do balcão e seus respectivos participantes.

9.2.1 Supervisão de Operações de Balcão

A autorregulação deve supervisionar 100% dos negócios e das operações com valores mobiliários registrados nos mercados sob sua jurisdição, tanto negociação, quanto pós negociação, o que inclui todas as transações do mercado de balcão organizado, sejam elas executadas em sistema ou registradas como Operações Previamente Realizadas. Seus sistemas são parametrizados para detectar padrões atípicos que possam indicar ilícitos previstos na RCVM 62/2022, como manipulação de preços ou operações fraudulentas. O monitoramento das operações pela autorregulação também busca o cumprimento das obrigações previstas aos participantes na RCVM 50/2021, no que diz respeito à PLD/FTP, e na RCVM 44/2021, nas divulgações de atos e fatos relevantes e o possível uso dessas informações de forma privada antes de sua divulgação.

9.2.2 Auditoria de Participantes que Atuam no Balcão

O programa de auditoria de uma autorregulação deve ser abrangente e aplicável a todos os participantes habilitados a operar nos mercados de qualquer entidade autorizada, independentemente de sua área de atuação ser bolsa, balcão ou ambas. As auditorias têm como objetivo verificar a aderência dos controles internos dos participantes e das normas aplicáveis às suas respectivas atividades, incluindo aquelas específicas do mercado de balcão, como os procedimentos para registro de operações previamente realizadas, gestão de conflitos de interesse em negociações bilaterais e entrada e retirada de custódia. As auditorias de balcão não se limitam apenas aos intermediários, elas também devem abranger as funções de custodiante, gestores, agentes fiduciários, escrituradores e todos os participantes que atuam no mercado de balcão.

9.2.3 Atividade Disciplinar e Enforcement Abrangente

A constatação de indícios de infração, seja no mercado de bolsa ou de balcão, pode levar à instauração de um Processo Administrativo Disciplinar (PAD). Deve ser garantido o direito à ampla defesa, norma que rege esses processos, e as sanções previstas – que vão de advertências e multas à suspensão do participante – são aplicáveis a qualquer infração cometida sob sua jurisdição, sem distinção do ambiente de negociação ou pós negociação.

A função da autorregulação vai além da supervisão e fiscalização, incluindo um forte componente educativo e de proteção ao investidor e aos participantes. A autorregulação pode e deve emitir normas e orientações que se aplicam a todos os participantes, disseminando as melhores práticas para todos os mercados.



10. Considerações Finais

10. Considerações Finais

Ao longo desse material, exploramos a estrutura normativa, os agentes envolvidos e os desafios práticos do mercado de balcão organizado no Brasil. A amplitude e a complexidade desse ambiente exigem não apenas conhecimento técnico, mas também postura ética, vigilante e alinhada aos princípios de integridade e de transparência que sustentam o mercado de capitais.

Deve-se destacar que, diferentemente do mercado de bolsa, o mercado de balcão organizado opera com maior flexibilidade, o que amplia a responsabilidade dos participantes quanto ao cumprimento normativo. A ausência de liquidez em mecanismos centralizados e a possibilidade de personalização nas operações não podem ser vistas como fragilidades, mas sim como características que demandam controles internos mais robustos, registros auditáveis e uma governança compatível com os riscos envolvidos.

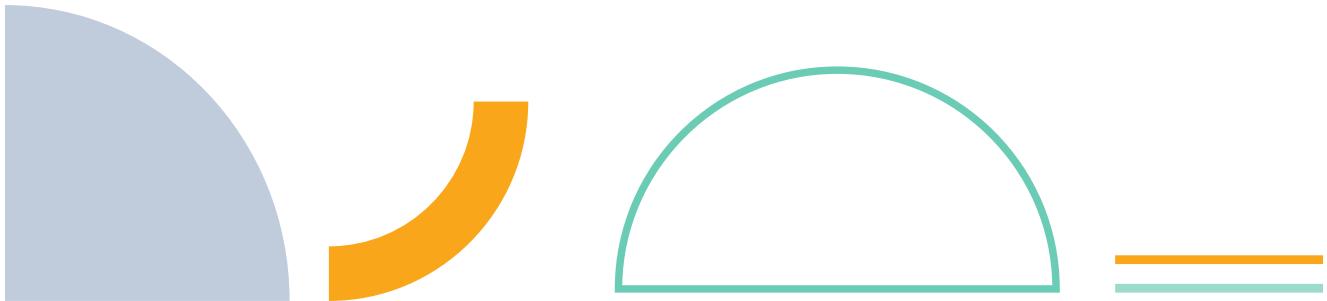
As obrigações que recaem sobre entidades administradoras de mercados organizados, intermediários, emissores, gestores, administradores, agentes fiduciários, custodiantes e escrituradores não são apenas formais. Tais obrigações compõem a engrenagem que, quando bem

coordenada, garante segurança dos investidores, transparência das operações e credibilidade das instituições. O alinhamento com as leis e as resoluções da CVM, do Banco Central e do CMN é o alicerce sobre o qual se constrói um mercado eficiente e confiável.

É preciso reforçar que compliance e autorregulação não são fins, mas o meio indispensável para fortalecer a confiança no sistema financeiro e do mercado de capitais, além de proteger os interesses legítimos de todas as partes, e por esse motivo deve ser seguido por todas as entidades prestadoras de serviços desse mercado. Trata-se de um compromisso contínuo, que demanda atualização constante, aprimoramento de processos e, acima de tudo, uma cultura organizacional que valorize a conduta responsável.



Em um cenário regulatório em constante evolução, o papel dos profissionais que atuam nesse mercado ganha ainda mais relevância. Cabe a cada um ser agente de integridade, buscando não apenas cumprir regras, mas entender profundamente o mercado em que atua, compreender seu propósito, antecipar riscos e contribuir para um ambiente mais justo, ético e resiliente.



Outras fontes de consulta

- o **Lei nº 10.214/2001**
Câmaras de compensação e liquidação.
- o **Lei nº 12.810/2013**
Depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários.
- o **Resolução CVM nº 77/2022**
Negociação de ações e debêntures de própria emissão.
- o **Resolução CVM nº 133/2022**
Formador de mercado.
- o **Resolução CVM nº 161/2022**
Coordenadores de ofertas públicas de valores mobiliários.
- o **Resolução CVM nº 210/2024**
Portabilidade de investimentos em valores mobiliários.
- o **Resolução CVM nº 225/2024**
Cadastro de acesso de investidores.
- o **Resolução CMN nº 5.060/2023**
Funcionamento de bancos comerciais e bancos múltiplos.
- o **Resolução CMN nº 5.070/2023**
Derivativos de crédito.



Visite nosso site
bsmsupervisao.com.br

