



São Paulo, 26 de junho de 2020.

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro-RJ  
*e-mail:* audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

**Ref.: Sugestões sobre a Audiência Pública SDM nº 09/2019**

Prezado(a) Senhor(a) Superintendente,

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE FINTECHS – ABFINTECHS**, associação civil sem fins lucrativos, com sede na Rua Barão do Rio Branco, 259, conj. 22, Santo Amaro, Cidade e Estado de São Paulo, doravante denominada simplesmente “ABFintechs”, vem à presença de V. Sa. apresentar sua manifestação no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019 com a finalidade de contribuir para a melhoria do Mercado de Capitais doméstico.

Estamos cientes de que essa audiência pública tem por objeto três minutas de nova instrução, quais sejam:

- (a) Minuta A, que pretende substituir a Instrução CVM nº 461/07 (“ICVM 461”) introduzindo novas disposições na regulamentação sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e sobre a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado (“Minuta A”);
- (b) Minuta B, que dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários, assim entendidas as entidades que realizam, cumulativa ou isoladamente, o processamento e a liquidação de operações, o registro e o depósito centralizado de valores mobiliários (“Minuta B”); e
- (c) Minuta C, que, principalmente, altera a Instrução CVM 505 para dispor sobre a execução de ordens no interesse do cliente em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*) (“Minuta C”).



A presente manifestação contém comentários às Minutas A, B e C destacadas acima, conforme se verificará a seguir.

## 1. MERCADOS REGULAMENTADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS (MINUTA A)

No que concerne à Minuta A, as observações dessa associação são centradas na questão dos dados de mercado (“*Market Data*”). Como bem sublinhou a CVM no Edital da Audiência Pública SDM nº 09/2019:

“Dados de mercado (...) vêm adquirindo crescente relevância na medida em que os avanços tecnológicos levam à sofisticação de estratégias de negociação e a proteção dos investidores adquire novos contornos, por meio, por exemplo de regras mais exigentes em relação à melhor execução. Considerando a crescente demanda por dados, **a minuta estabelece um conjunto mínimo de informações que deve ser obrigatoriamente divulgado pelas entidades administradoras de mercado organizado em suas páginas na rede mundial de computadores, destacando-se as relativas aos negócios realizados em mercado organizado com, no máximo, 15 minutos de atraso, e os denominados “dados de fim de dia”**. Ademais, a minuta determina que a mesma página também passe a conter os anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação, de forma a aumentar a transparência em relação a esses procedimentos, potencializando a interferência de investidores. (...) Considerando a necessidade dos dados regulatórios no contexto atual, a minuta propõe que **a divulgação de informações deve se dar de forma organizada, gratuita e com fácil acesso**, bem como estabelece período mínimo para a permanência dessas informações à disposição do público.”

Primeiramente, elogiamos a iniciativa da CVM em tornar a divulgação de informações pelas administradoras de mercado acessível e gratuita. A nossa opinião é que o *Market Data* deve estar disponível gratuitamente ao público e sua consolidação deve ocorrer de modo descentralizado.

Em uma possível conjuntura futura de concorrência entre diversas entidades administradoras de mercados organizados, entendemos que o melhor modo de disseminação dessas informações seria por meio da criação de uma obrigação legal das entidades em divulgarem os dados brutos ao público, abrindo espaço para que haja concorrência livre para a consolidação descentralizada do *Market Data*. Essa proposta regulatória estaria em linha com o que vem sendo atualmente discutido nos Estados Unidos, que pretende substituir o modelo de consolidação por uma única entidade autorizada<sup>1</sup>, denominada *securities information processor*, por um modelo “descentralizado com consolidadores competidores”<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Tal instituição atualmente é a Consolidated Tape Association (CTA). Vide <https://www.ctaplan.com/index>. Acesso em 22.06.2020.

<sup>2</sup> Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-34>. Acesso em 22.06.2020.



Nos Estados Unidos, no entanto, o *Market Data* consolidado somente é acessível aos participantes do mercado mediante pagamento de *fees* cobrados pela CTA. Infelizmente, tal modelo monopolizado de consolidação dos dados brutos produziu situações esdrúxulas, envolvendo aumentos de preços pela CTA que não poderiam razoavelmente ser justificados somente pelos custos da entidade consolidadora (*e.g.* suposto aumento de 6.000% nos preços)<sup>3</sup>.

Em adição, vale destacar que as informações mais específicas e elaboradas das *exchanges* são compradas diretamente das bolsas. O problema é que (i) como não há alternativa em relação ao local onde adquirir tais dados, e (ii) como alguns investidores institucionais, *e.g.* gestores de fundos de investimento, possuem um dever fiduciário em executar as operações de posse das mais completas informações possíveis, o valor cobrado nos *fees* específicos da *exchanges* são demasiadamente altos (*i.e.* em resultado da baixa competição na oferta e do bem ofertado ser “inelástico”)<sup>4</sup>.

Sobre o tema, lembramos que o exercício abusivo de posição dominante pelas bolsas ou entidades administradoras de mercados de balcão poderia caracterizar, no limite, infração ao art. 36, IV da Lei nº 12.529/11, razão pela qual sugerimos que esta D. Autarquia busque obter o posicionamento do Conselho Administrativo de Defesa Econômica sobre a questão do acesso e consolidação do *Market Data*, publicando-o em seu *website*, antes de editar a reforma da Instrução CVM nº 461.

Concretamente, propomos que o art. 38, V e o art. 38, §2º, I, sejam editados com a redação a seguir:

- “Art. 38, V – até o final do dia em que ocorra o funcionamento do mercado, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de ajuste e de fechamento, oscilação, bem como as quantidades negociadas ou registradas, o número de negócios e o volume financeiro.
- “Art. 38, §2º, I. As informações mencionadas no inciso V por no mínimo 36 (trinta e seis) meses.”

Adicionalmente, propomos que as entidades participantes possam ter o direito de contestar o preço cobrado pelas informações que não necessariamente devem estar disponíveis ao público, considerando a competência da CVM para editar normas sobre a administração de bolsas e os custos cobrados (art. 18, I, “F”, Lei nº 6.385/76) o que resultaria em novos §§3º e 4º no art. 38<sup>5</sup>:

---

<sup>3</sup> Nesse sentido, manifestou-se a Bloomberg L.P., em ofício direcionado à SEC em 07.02.2018. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/sr-ctacq-2017-04/ctacq201704-3010691-161881.pdf>. Acesso em 23.06.2020.

<sup>4</sup> Disponível em <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-728.pdf>. Acesso em 23.06.2020.

<sup>5</sup> A exemplo do que ocorre no mercado norte-americano. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-chairman-clayton-2018-10-16>. Acesso em 24.06.2020.



- “Art. 38, §3º. Qualquer participante ou cliente pode fundamentadamente contestar à CVM o preço cobrado pelas entidades administradoras de mercados organizados na venda de informações de mercado não relacionadas neste dispositivo.”
- “Art. 38, §4º. Realizada a contestação na forma do §3º acima, se a entidade administradora de mercado organizado não for capaz de comprovar que o preço cobrado por informações de mercado geradas em seu ambiente de negociação é justificável tendo em vista os seus custos e parâmetros razoavelmente esperados para mercados competitivos, a CVM pode, justificada e proporcionalmente, determinar a redução do preço, sem prejuízo de eventuais punições cabíveis por infração a esta norma”.

## 2. AUTORREGULAÇÃO UNIFICADA (MINUTA B)

### 2.1. Introdução

A ABFintechs entende salutar o convite dessa D. Autarquia para o mercado e a sociedade civil debaterem a proposta de autorregulação unificada para os mercados de bolsa, de balcão organizado e de infraestruturas de mercado (“Mercados”), em um futuro contexto competitivo.

Não obstante, em nosso melhor entendimento, a ideia de autorregulação unificada, por si só, carrega consigo diversas brechas para a “captura” do autorregulador unificado pelo seu potencial mantenedor<sup>6</sup>. Haveria, a nosso ver, pelos motivos que serão detalhados na presente manifestação, um considerável risco de conflito de interesses na atividade do autorregulador unificado, risco este que não nos parece totalmente endereçado na proposta da Minuta B sugerida pela CVM.

Sem prejuízo da nossa opinião, entendemos a complexidade do problema e que a discussão sobre a necessidade e a viabilidade de um autorregulador unificado para os Mercados não é nova e está sendo travada no Brasil, pelo menos, desde o ano de 2012, quando foi elaborado estudo pela *Oxera Consulting Ltd.* acerca da matéria<sup>7</sup>. Posteriormente, no ano de 2013, a CVM conclamou os participantes de mercado a se manifestarem sobre as opções regulatórias relacionadas a um possível cenário de fragmentação (ou concorrência) das plataformas de negociação.

Adiante, no ano de 2016, foi elaborado um relatório pelo Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas, instituído no âmbito da CVM, com a finalidade de desenvolver análises e discussões necessárias à formulação de uma proposta regulatória por parte dessa D. Autarquia. Em apertada síntese, o aludido grupo de trabalho concluiu o seguinte sobre a autorregulação unificada:

---

<sup>6</sup> Há diversos estudos sobre o risco de “captura” do regulador pelos interesses do regulado, mas aqui destacamos a origem desse debate em: STIGLER, George J. *The theory of economic regulation*. Bell Journal of Economics and Management Science, New York, v. 2, n. 1, p. 1-21, Spring 1971.

<sup>7</sup> O estudo é intitulado “Quais seriam os custos e os benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?”, em tradução livre, havendo sido publicado em junho de 2012.



“Em resumo, o GT, por meio deste Memo, **recomenda o modelo de autorregulador unificado para todos os ambientes de negociação**. Sugere ainda que a Autarquia considere a alteração da Instrução CVM nº 461, de forma a adaptá-la, desde já, aos princípios norteadores desse modelo, e que, nesse processo, a Autarquia avalie a ampliação da competência do autorregulador unificado, abrangendo, por exemplo, as atividades de pós-negociação.” (grifo nosso)

Em 2017, quando da operação de combinação de negócios entre Cetip e BM&FBovespa, que acabou por resultar na criação da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A., a SMI-CVM destacou que a BM&FBovespa, por meio do Comunicado Externo 005/2017-DP, comprometeu-se a manter a BSM, “potencial ocupante da posição de autorregulador único”, como pessoa jurídica separada da BM&FBovespa<sup>8</sup>. No entanto, aqui vale abrir um parêntesis para constatar que, na prática, apesar da segregação da pessoa jurídica, permanecem compartilhadas a administração e estrutura de ambas as entidades.

Finalmente, em 2019, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM 09/2019, no qual se manifestou sobre a autorregulação unificada no seguinte sentido:

“Esse modelo abrangente de autorregulação unificada permite capturar as sinergias decorrentes da multiplicidade de atividades desempenhada pelos mesmos participantes no mercado de valores mobiliários. Ademais, o modelo proposto na norma torna-se mais apto a mitigar eventuais efeitos adversos da fragmentação sobre a atividade de supervisão, uma vez que a competência abrangente do autorregulador para regular e supervisionar as atividades desempenhadas pelos diversos participantes atuantes nas cadeias de registro, negociação, liquidação e depósito centralizado de valores mobiliários lhe dá uma visão integral de todos os processos decorrentes das operações realizadas no mercado”.

Lamentavelmente, a despeito das diversas discussões travadas no passado, somos da opinião de que os riscos na adoção da autorregulação unificada em um cenário de mercado disperso não foram, até hoje, analisados com a profundidade que se faz necessária, razão pela qual nos tópicos a seguir: (i) sugerimos a adoção do modelo de autorregulação fragmentada, e, subsidiariamente (caso não seja acatado o modelo fragmentado), (ii) sugerimos que (a) as operadoras de infraestrutura de mercado não se submetam ao autorregulador unificado, e (b) sejam adotadas uma série de medidas mitigadoras aptas a tornar mais justo, imparcial e plural o modelo da autorregulação unificada.

---

<sup>8</sup> Conforme Anexo I do Extrato da Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado da CVM, realizada em 22 de março de 2017 e da qual participaram, dentre outros, o Sr. Leonardo Porciuncula Gomes Pereira (Presidente), o Sr. Henrique Balduino Machado Moreira (Diretor), e o Sr. Pablo Waldemar Renteria (Diretor). Disponível em: [https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md\\_pesq\\_documento\\_consulta\\_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yOEPd1bqwTepWdisxmm9XpPLG1KsnSTVoS6CVLOjhc5D4m PHUMFx2yTrca npVDyH - fePHjH4tyf6aBExMbTK](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yOEPd1bqwTepWdisxmm9XpPLG1KsnSTVoS6CVLOjhc5D4m PHUMFx2yTrca npVDyH - fePHjH4tyf6aBExMbTK).

## 2.1. Autorregulação fragmentada: argumentos econômicos e jurídicos

Sem prejuízo de todas as ações mitigadoras propostas que iremos propor nos tópicos seguintes, ainda assim restaria óbvio que o modelo de autorregulação unificada proposto pela CVM não seria, de fato, o mais benéfico ao mercado de bolsas e de infraestruturas de mercado. Isso porque, em primeiro lugar, não foi possível encontrar exemplos de países desenvolvidos que o tenham adotado com eficiência<sup>9</sup>. Cumpre salientar, por exemplo, que a autorregulação no modelo norte-americano é dispersa<sup>10</sup> e, no resto do mundo, não houve sequer uma adesão ao modelo de autorregulação, permanecendo, de regra, o poder de tutela do mercado nas mãos de entes estatais<sup>11</sup>. Outrossim, no mercado australiano, o qual passou por uma fase de transição de bolsa monopolizada para a competição entre diversas bolsas, como deve ocorrer no Brasil, as competências do até então autorregulador único passaram em sua maioria para a ASIC, apesar de cada uma das bolsas na Austrália guardarem algumas competências de *enforcement* até hoje<sup>12-13</sup>. O *enforcement* pode ser comprovado pelo fato de as decisões de cada autorregulador sobre suas regras operacionais serem caracterizadas dentro do Direito Administrativo e serem passíveis de revisão judicial naquele país<sup>14</sup>.

Em 2012, quando a *Oxera Consulting Ltd.* produziu, a pedido da CVM, um estudo já referenciado na presente manifestação, acerca de uma nova estrutura competitiva dos mercados de negociação e pós-negociação de valores mobiliários, a referida consultoria assumiu que as atividades da autorregulação passariam ao regulador, a exemplo do mercado australiano, como explicávamos acima<sup>15</sup>.

Portanto, além de não ser claro e do potencial risco de enfraquecimento da concorrência nos Mercados que pretende regular por conta dos conflitos de interesse que podem surgir, a autorregulação unificada: (a) não foi testada em nenhum outro mercado desenvolvido do qual temos notícia; (b) não foi abordada a fundo como solução para o mercado brasileiro nos estudos da *Oxera Consulting* e da *Aite Group* mencionados acima.

<sup>9</sup> No estudo “**Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada**”, elaborado pela Aite Group e publicado junto à manifestação da BM&F Bovespa ao Edital de Audiência Pública SDM 05/2013, verificamos que nenhum desses países adotou o modelo de autorregulação unificada proposto pela CVM no Edital da Audiência Pública SDM 09/2019.

<sup>10</sup> Ob. Cit., p. 40, *in verbis*: “The current U.S. regulatory landscape is driven by **multiple SROs, most of which are also exchanges (...)**”. (grifo nosso)

<sup>11</sup> Ob. Cit., p. 9.

<sup>12</sup> Por exemplo, vejamos o caso da *National Stock Exchange of Australia* (NSX): <https://www.nsx.com.au/regulation/exchange/market-supervision/> e da *Australia Securities Exchange* (ASX) <https://www.asx.com.au/regulation/compliance/enforcement.htm>.

<sup>13</sup> Sobre o tema, ver também: Latimer, Paul, **Judicial Review of Stock Exchange Market Integrity Rules and Operating Rules in Australia** (2011). Australian Journal of Corporate Law, Vol. 26, pp. 127-164, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2079864>.

<sup>14</sup> Idem, p. 20, 21.

<sup>15</sup> Ver o Cap. 10 “Custos e benefícios para a economia em geral”, item 10.1. “Custos de regulação”, disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf).



Indo mais adiante, do ponto de vista jurídico, o §1º do Artigo 17 da Lei nº 6.385/76 dispõe que:

“Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nele realizadas”.

De tal forma, o texto da Lei nº 10.303/01, ao utilizar a palavra “órgãos”, no plural, dá a entender que cada bolsa, cada entidade do mercado de balcão organizado, cada entidade de compensação e liquidação, deve atuar como órgão auxiliar à CVM, mas nada dispõe sobre a possibilidade da CVM impor uma atuação condensada de apenas um autorregulador unificado ao forçar uma associação entre tais mercados. Trata-se de cenário diverso do atual, em que a associação à entidade autorreguladora não foi imposta, uma vez que o único associado mantenedor do autorregulador é a própria única bolsa de valores em funcionamento no país. Por óbvio, caso se optasse pela fragmentação da autorregulação, os critérios de independência em relação às entidades administradoras, atualmente previstos na ICVM 461 devem ser mantidos ou até mesmo ampliados<sup>16</sup>.

Além do mais, do ponto de vista jurídico, parece haver brechas significativas para o questionamento inclusive de eventual violação ao direito de livre associação, previsto no Artigo 5º, XX, da Constituição Federal brasileira, sem que se olvide da complexidade da questão, por evidente. Mas, afinal, o preceito constitucional estabelece que pode ser compelido a se associar ou a permanecer associado no Estado Democrático de Direito.

Na verdade, portanto, não estamos a negar o problema potencial do risco de arbitragem regulatória no modelo disperso de autorreguladores. Ao reverso, trata-se apenas de propor uma reflexão mais aprofundada sobre se a solução do autorregulador unificado não acaba por gerar outros problemas, inclusive de caráter jurídico, que não foram sopesados pela CVM com a mesma acuidade. Em nosso entendimento, os contratempus da arbitragem regulatória seriam facilmente contornáveis com o exercício, pela CVM, do seu papel de *overseer* da autorregulação<sup>17</sup>.

## **2.2. As operadoras de infraestrutura de mercado deveriam se submeter a um autorregulador unificado?**

No edital da Audiência Pública ora em comento, a CVM pergunta ao mercado se a autorregulação unificada deveria se aplicar de forma obrigatória às operadoras de infraestrutura de mercado.

---

<sup>16</sup> Vide, por exemplo, a redação vigente do artigo 36 da ICVM 461: “Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.”

<sup>17</sup> Acerca do papel de *overseer* das entidades autorreguladoras,



Entendemos que não, pelas seguintes razões. Inicialmente, cumpre notar que é fato notório que as infraestruturas de mercado possuem menos atividades com risco intrínseco do que entidades de mercado organizado, estando, de maneira geral, expostas a riscos menores e de menor impacto ao mercado, até por atuarem na pós-negociação, além de não haver fluxo financeiro em seus ambientes sob a regulação exclusiva da CVM.

Como se não bastasse, as operadoras de infraestrutura de mercado também não possuem contato com o investidor final. Assim, acreditamos ser suficientes as atividades de controles internos, auditoria interna e externa e reportes diretamente à CVM.

## **2.3. Como mitigar os riscos de uma adoção de uma autorregulação unificada dos Mercados**

### **2.3.1. Introdução**

A despeito de haver, sim, potenciais benefícios na adoção da autorregulação unificada dos Mercados, há, por outro lado, potenciais malefícios que devem ser sopesados, em contraste. Com efeito, se a entidade autorreguladora ainda for controlada ou influenciada, de diferentes maneiras, por sua principal sócia (ou mantenedora, no caso de uma associação civil), ou mesmo se houver um alinhamento cultural (ainda que não existente no plano jurídico), é inevitável pensar que a autorregulação unificada poderia ser prejudicial à concorrência que pretende se instalar no mercado brasileiro. Nesse sentido, o risco de “captura” de entidade autorreguladora, pelos interesses privados é relevante e, portanto, entendemos que a CVM deve endereçar propriamente tal risco na elaboração de uma norma final responsável por regular os Mercados<sup>18</sup>.

Objetivamente, propomos o aprofundamento de algumas reflexões importantes na mitigação desse que, em nossa visão, seria o principal risco no modelo de autorregulador unificado. Assim, nesse tópico nos debruçaremos sobre algumas questões que merecem atenção especial:

- a. Distribuição dos direitos de gestão (políticos) dos associados;
- b. Regras relativas ao conselho e da diretoria da entidade autorreguladora;
- c. Divisão de custos entre os associados e contratantes e fixação do preço de contribuição;
- e
- d. Compartilhamento de recursos entre Autorregulador Unificado e entidades associadas e contratantes.

Esse capítulo, portanto, tem como alvo abordar cada uma dessas questões, apontando possíveis soluções aptas a viabilizar minimamente o modelo de autorregulação unificada sem que nenhuma das entidades associadas seja prejudicada.

---

<sup>18</sup> Sobre o risco de “captura” como um dos problemas a serem pensados para as entidades de autorregulação, ver também: Carson, John W., *Self-Regulation in Securities Markets* (2011). World Bank Policy Research Working Paper No. 5542. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1747445>.





### 2.3.2. Distribuição dos Direitos de Gestão dos Associados (Arts. 24-A, 27, IV, Minuta B)

Na medida em que na proposta de norma elaborada pela CVM: (i) competiria à assembleia geral da entidade autorreguladora unificada a eleição e destituição dos membros de conselho de autorregulação e do diretor de autorregulação (Artigo 24, III, Minuta B); (ii) o total de membros do conselho de autorregulação seriam indicados por cada entidade associada proporcionalmente ao total de cotas do patrimônio social das quais fossem titulares (Artigo 27, IV, Minuta B); e (iii) competiria à assembleia geral da entidade autorreguladora unificada avaliar, anualmente, o desempenho do diretor de autorregulação e dos membros do conselho de autorregulação (Artigo 24, VI, Minuta B); faz-se mister refletir com redobrada atenção sobre uma possível atribuição de direitos de gestão (políticos) mais igualitária (e menos proporcional) na assembleia geral de cotistas.

Como comentamos acima, é papel da CVM adotar regras aptas a mitigar o risco de criar-se uma conjuntura prejudicial à concorrência das entidades associadas, um terreno fértil para a captura da entidade autorreguladora única por interesses privados, gerando incentivos para que se embarace indevidamente os concorrentes da principal mantenedora do autorregulador.

A ideia da atribuição de direitos de gestão mais igualitários entre as entidades associadas de um autorregulador não seria carente de exemplos práticos no universo da normatização dos órgãos públicos nacionais. Como exemplo, podemos citar a regulamentação do *open banking*, que está sendo discutida pelo Banco Central do Brasil (BACEN), após a realização da Consulta Pública nº 73/2019. No modelo sugerido pelo BACEN para que as instituições participantes do *open banking* se *autorregulem*, a força política das instituições participantes deve ser equivalente, independentemente do segmento ao qual pertençam (*i.e.*, S1, S2, S3, etc).

Com efeito, sugerimos que cada entidade associada tenha direito a um voto, independentemente da participação na entidade autorreguladora. A ideia de uma entidade em que os direitos políticos atribuídos dependam da participação no capital social faz sentido para uma sociedade empresarial, onde o objetivo precípuo é o lucro dos acionistas/sócios, e, logo, é justo que aquele empresário que mais investiu no capital social da sociedade (ou seja, que mais correu riscos) receba, em troca, parcelas maiores de dividendos e mais direitos políticos, inclusive exercendo o poder de controle, quando for o caso. No entanto, o mesmo racional não se aplica a uma entidade que se propõe a ser uma associação autorreguladora. Aqui, o objetivo central da CVM deveria ser garantir uma autorregulação representativa, plural<sup>19</sup>, isenta, imparcial e técnica, mitigando ao máximo justamente qualquer exercício de poder de controle por qualquer entidade associada que seja.

---

<sup>19</sup> “Representatividade” e “pluralidade” são dois termos utilizados pelo Banco Central do Brasil ao pensar a autorregulação do open banking no Brasil, vide Edital de Consulta Pública 73/2019, item 4.



Assim, sugerimos que seja incluído um novo artigo 24-A na norma final, estabelecendo expressamente a regra de que a cada entidade associada cabe um voto, independentemente da contribuição para o patrimônio do autorregulador unificado ou do rateio de custos:

- “Art. 24-A. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada entidade associada 1 (um) voto, independentemente de sua participação no patrimônio social da entidade autorreguladora.”

Com base no exposto, sugerimos ainda um ajuste no supramencionado art. 27, IV, da Minuta B, que entraria em vigor com a seguinte redação:

- “Art. 27, IV. Os membros do conselho de autorregulação devem ser eleitos pela assembleia geral.”

Além da atribuição igualitária de direitos políticos (uma associada = um voto), entendemos fundamental que a CVM vede expressamente a elaboração de qualquer acordo de voto entre as entidades associadas de modo que não seja possível o exercício conjunto de qualquer poder de controle. Também opinamos que os membros do conselho de autorregulação não devem estar expostos à perda de seus mandatos por deliberação da assembleia geral, exceto nos casos previstos nos incisos I, II, III do Artigo 31 da Minuta B e em, no caso do inciso IV, sugerimos que a destituição do conselheiro<sup>20</sup> somente passe a operar seus efeitos quando (e se) a deliberação assemblear for validada pelo Colegiado da CVM, que deveria, nesse caso, manifestar-se obrigatoriamente<sup>21</sup>.

### **2.3.3. Regras relativas ao Conselho e à Diretoria da Entidade Autorreguladora (Arts. 21, 25, 27, 28)**

A Minuta B proposta pela CVM atribui ao estatuto do autorregulador unificado a competência para fixar o número máximo e mínimo de membros de conselho de autorregulação e o número de membros que cada entidade associada poderá indicar para esse conselho. Ainda, a Minuta B não prevê a indicação de membros para o conselho de autorregulação pelas entidades que optam por celebrar contrato de prestação de serviços de regulação e supervisão, dado que, nesse caso, estabelecer-se-ia uma relação distinta entre a entidade participante e o autorregulador unificado.

Primeiramente, começamos esse tópico por louvar a proposta de regra do Artigo 21, no sentido de que conselheiros de administração, diretores, funcionários ou prepostos de entidade administradora de mercado organizado ou de entidade operadora de infraestrutura de mercado financeiro não podem exercer função na entidade autorreguladora. Também importante a regra que estabelece equiparar-se à relação atual, para efeito do disposto no inciso I do §1º do Artigo

---

<sup>20</sup> Ou do Diretor de Autorregulação, por força do Artigo 34, Minuta B.

<sup>21</sup> Tal regra seria mais ou menos análoga ao atual art. 6º, §2º da Lei nº 6.385/76, o qual define que os dirigentes da CVM somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.



28, a relação existente no prazo de até um ano antes da posse como membro do conselho (Artigo 28, §2º).

Sem embargo, adicionaríamos dois mecanismos para assegurar maior independência, conforme detalhados adiante.

O primeiro mecanismo seria estabelecer um percentual mínimo a ser mantido de conselheiros e diretores de autorregulação totalmente independentes das entidades associadas ou contratantes, sem qualquer histórico profissional de atuação nessas entidades (*i.e.*, 20%). Os selecionados nessa categoria poderiam ser advogados renomados no mercado de capitais, ex-diretores de instituições financeiras relevantes, e daí em diante. A ideia seria “oxigenar” as turmas julgadoras, um pouco como é o objetivo principal da regra do quinto constitucional<sup>22-23</sup>.

Para encerrar, sugerimos que a CVM, através da SMI, possua um assento como *observer* no conselho de autorregulação<sup>24</sup>, o que a permitirá assegurar o correto registro e publicização das atas das reuniões, resguardando o interesse público, bem como fiscalizar mais de perto a atuação dos membros do conselho de autorregulação, facilitando a produção de provas em caso de abusos. Além disso, julgamos que o poder simbólico da presença da CVM nas reuniões por si só já seria capaz de reduzir o risco de desvios na atividade sancionatória da autorregulação.

Tendo como base o exposto acima, sugerimos os seguintes ajustes e inclusões na minuta B disponibilizada pela CVM:

- “Art. 25. (...) §4º Os julgamentos devem ser gravados, permitindo-se o acesso das partes no processo administrativo ao respectivo conteúdo de mídia.”
- “Art. 27, I. O conselho de autorregulação deve ser composto apenas por conselheiros independentes, conforme definido no art. 28, observado que 1/5 (um quinto) de seus assentos deve ser destinado a conselheiros externos, conforme definido no art. 28-A”.
- “Art. 27, §3º. A CVM, através da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, terá direito a um assento como membro observador nas reuniões do conselho de autorregulação”

<sup>22</sup> Sobre o tema, destacamos o artigo de Fernando Augusto Fernandes, intitulado: **Longe de ser diminuído ou extirpado, o quinto constitucional deve ser celebrado**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2018-jul-19/fernando-fernandes-quinto-constitucional-celebrado>.

<sup>23</sup> Constituição Federal, Artigo 94. Um quinto dos lugares dos Tribunais Regionais Federais, dos Tribunais dos Estados, e do Distrito Federal e Territórios será composto de membros, do Ministério Público, com mais de dez anos de carreira, e de advogados de notório saber jurídico e de reputação ilibada, com mais de dez anos de efetiva atividade profissional, indicados em lista sêxtupla pelos órgãos de representação das respectivas classes.

<sup>24</sup> Interessante trazer à tona novamente o exemplo da autorregulação do *open banking* no Brasil. Autoridades do Banco Central já se manifestaram publicamente afirmando que o objetivo é implementar um modelo de “autorregulação assistida” em que o BACEN acompanha os debates, o desenvolvimento técnico e as deliberações das entidades associadas.



- “Art. 28-A. Conselheiro externo é o conselheiro independente que, além de cumprir com todos os requisitos do art. 28, nunca tenha exercido função qualquer em entidades administradoras de mercado ou infraestruturas de mercado”

#### **2.3.4. Divisão de custos entre os associados e contratantes e fixação do preço de contribuição (Arts. 6, 7, 19)**

Como referimos brevemente acima, a nosso ver, não estão completamente endereçados os riscos advindos dos potenciais conflitos de interesses emergindo da capacidade de fixação, pela autorreguladora unificada, (i) do valor a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora pelas entidades que pleiteiem a associação; e (ii) do preço da contraprestação a ser pago pelas entidades contratantes.

No caso das instituições associadas, entendemos que os critérios para apurar o valor a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora deve ser proporcional ao valor do patrimônio líquido de cada uma. Em outras palavras, cada um deve contribuir conforme a sua capacidade contributiva<sup>25</sup>. Além do mais, entendemos que tal valor deve ser aprovado pela CVM, sob pena de elevado risco da criação de uma intransponível barreira à entrada já na largada da associação.

Mais além, nos termos da Minuta B, o preço da contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes deveria levar em consideração, dentre outros aspectos, “*os custos decorrentes das ações de supervisão previstas no plano de trabalho da entidade autorreguladora que possam ser alocados, de forma integral ou compartilhada, às atividades desenvolvidas pela entidade contratante*” (Artigo 19, §2º, I, Minuta B). A minuta, ademais, permite o controle sobre os critérios de fixação desse preço *a posteriori*, na medida em que “*as entidades contratantes e entidades associadas podem auditar as contas da entidade autorreguladora, que deve fornecer as informações necessárias*” (Artigo 19, §3º, Minuta B).

Em nosso melhor entendimento, é salutar a sugestão da CVM em permitir a auditoria sobre as contas da autorreguladora. Isso permite com que as entidades associadas e mesmo as contratantes possam fiscalizar para onde os recursos da entidade autorreguladora estão sendo destinados. Contudo, isso não nos parece suficiente. Em nosso melhor entendimento, afigurou-se tímida a regulação proposta pela CVM em um momento anterior, qual seja, na garantia da fixação de um preço justo da contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes, mesmo porque os critérios são demasiadamente subjetivos. Além do subjetivismo exacerbado, no modelo proposto poderíamos ter de lidar com situações de impasse quando uma entidade regulada entrante e o autorregulador unificado não chegarem a um consenso sobre o preço a ser praticado. No modelo atual, a CVM sequer atuaria para remediar a situação de impasse quando o valor a ser pago pela

---

<sup>25</sup> Esse princípio também está sendo observado pelo Banco Central ao estruturar a autorregulação do *open banking* no Brasil. Vejamos, por exemplo, o inciso V do item 6 do Edital de Consulta Pública 73/2019, *in verbis*: “o rateio dos custos de implementação da citada estrutura entre as associações cujos representantes foram eleitos para o nível estratégico, com base em critério de proporcionalidade em relação, por exemplo, **aos ativos das instituições associadas**” (grifo nosso)



instituição contratante ou aportado pela associada ingressante não estivesse definido (cf. art. 7, §1º).

O ponto crucial aqui é que não haveria um “livre mercado” propriamente dito. No cenário de um autorregulador unificado, não há concorrência na “prestação de serviços” de autorregulação e, se tal serviço é de contratação obrigatória pelas partes “demandantes”, a fixação de preço deve ser regulada objetivamente, sob pena de criar incentivos para que se criem barreiras a novos entrantes, além de outras falhas de mercado que podem emergir. É claro que, em mercados livres, os preços devem ser ditados pelos ofertantes conforme as regras de mercado. Não obstante, estamos a destacar que este não seria o caso.

Admitindo-se, por ora, que a atividade de regulação seja transferida a uma entidade autorreguladora única, propomos ao menos que o preço da contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes seja fixado com fundamento em um critério mais objetivo, possivelmente em proporção ao patrimônio líquido das entidades associadas ou contratantes, como ocorre com a taxa de fiscalização da CVM<sup>26</sup>. Lembramos que muitas das preocupações expressas neste documento são discutidas pelo mercado desde o processo de fusão das operações da BM&F Bovespa e da Cetip e devem ser endereçadas, pois, com rigoroso zelo pela CVM<sup>27</sup>.

Ainda assim, com intuito de favorecer a inovação, a entrada de novos *players* e novos modelos de negócios, os requisitos de supervisão precisam ser condizentes com o risco total da atividade. Um negócio recém criado com poucos clientes e de risco baixo de perda para a sociedade poderia rodar com baixo nível de acompanhamento até que ganhe escala e tenha que se enquadrar em níveis mais relevantes de observância.

Da mesma forma, para as empresas com maior escala, os níveis de observância e respectivos custos tem que ser proporcionais aos respectivos níveis de risco para a sociedade.

Haja vista o exposto, apresentamos as seguintes sugestões:

- “Art. 6º, I. Os critérios para apurar o valor a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora pelas entidades que pleiteiem a associação deve levar em conta o patrimônio líquido e a capacidade contributiva da instituição pleiteante”.
- “Art. 6º, Parágrafo único. A cada instituição associada ingressante será atribuída uma cota, com iguais direitos de voto”

---

<sup>26</sup> Portaria nº 493, do Ministério da Fazenda, datada de 13 de novembro de 2017.

<sup>27</sup> A discussão sobre a possível solução de um autorregulador unificado aparece no voto da conselheira relatora do CADE no Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11. Foi manifestado especial preocupação com a possibilidade da bolsa, indiretamente, vi autorregulador unificado: (1) ter acesso a informações confidenciais das operadores de infraestrutura de mercado concorrentes; (2) barrar a entrada de uma empresa concorrente entrante no mercado, sem motivo razoável; e (3) punir os clientes e as concorrentes da principal bolsa.



- “Art. 7º. A entidade autorreguladora deve prestar os serviços de regulação e supervisão previstos nesta Instrução à entidade que pleiteia a celebração de contrato de prestação de serviço ou a associação, a partir da data da concessão, pela CVM, da autorização para funcionamento da pleiteante como entidade administradora de mercado organizado, independentemente do valor a ser pago em função do contrato de prestação de serviço ou a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora **ainda estar pendente de aprovação pela CVM.**”
- Sugerimos a exclusão dos §§1º, 2º, 3º do art. 7º.
- Sugerimos a inclusão de um novo §2º no art. 7º: “Art. 7º, §2º. O valor de aporte da entidade que pleiteie a associação ou da contraprestação devida pela nova entidade contratante devem ser previamente aprovados pela CVM, que deverá verificar o cumprimento dos critérios previamente estabelecidos no estatuto social da entidade autorreguladora”
- “Art. 19, §2º. A contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes deve considerar: I – o patrimônio líquido da entidade contratante e sua capacidade contributiva;  
Sugerimos a exclusão dos incisos II e III do art. 19.
- Sugerimos a inclusão de escalas diferentes de nível de supervisão de acordo com o risco sistêmico daquela atividade para o mercado e um custo de observância que seja compatível com o respectivo risco.

#### 2.4. Compartilhamento de recursos entre Autorregulador Unificado e entidades associadas e contratantes (Art. 18)

A nosso ver, o compartilhamento de recursos entre o autorregulador e as entidades associadas deveria ser o mais restrito quanto possível para evitar confusão administrativa e conflitos de interesses.

Se, por um lado, o Artigo 17, *caput*, da Minuta B determina que “*a entidade autorreguladora deve atuar de forma independente e imparcial em relação a seus associados, contratantes e aos participantes destes*”, por outro lado, o Artigo 18, III, Minuta B, **admite o compartilhamento de recursos tecnológicos e administrativos**, desde que adotados procedimentos operacionais com o objetivo de: (a) garantir a segregação física de instalações; (b) assegurar o bom uso de instalações, equipamentos e informações comuns; (c) preservar informações confidenciais e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a elas; e (d) restringir o acesso a arquivos e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a informações confidenciais. Ou seja, não precisaria existir, de fato, uma segregação lógica entre o autorregulador unificado e seus associados e contratantes.



Em nossa opinião, tal tipo de sinergia entre autorregulado e autorregulador é *a priori* inadequado e somente poderia ocorrer se aprovada de antemão, detalhadamente, em assembleia geral da entidade autorreguladora, em pleito no qual estaria impedido de votar o associado ou contratante que teria seus recursos compartilhados. Com intuito de dar voz aos novos *players*, essa aprovação deve ser reavaliada a cada dois anos.

Desse modo, sugerimos o seguinte para a redação do art. 18, III da norma final:

- “Art. 18, III. Ter autonomia funcional em relação a seus associados e contratantes, sendo **vedado** o compartilhamento de recursos tecnológicos e administrativos, **exceto se previamente aprovado pela assembleia geral e ratificado a cada 2 (dois) anos**, e desde que sejam adotados procedimentos operacionais, com o objetivo de: (...)”

### 3. ***BEST EXECUTION (MINUTA C)***

Consoante explicação da CVM no Edital de Audiência Pública SDM 09/2019, o roteamento automático de ordens entre ambientes de negociação implica na obrigatoriedade de conexão do intermediário a todos os ambientes de negociação, bem como privilegia o critério do preço do ativo para a determinação da melhor execução (ainda que possa haver exceções à regra), o que equivaleria a uma completa reformulação da regulamentação relativa à melhor execução no Brasil.

A Minuta C, sendo assim, propõe a manutenção do regime de melhor execução existente, com alguns aperfeiçoamentos, dentre os quais o estabelecimento de que o critério para aferição da melhor execução para investidores de varejo (não qualificados) seja o do desembolso total pela operação.

Novamente, não estamos de acordo com a opção regulatória proposta pela CVM. A adoção do roteamento automático de ordens e uma possível introdução de regra similar à *Order Protection Rule* seria bastante benéfica ao mercado brasileiro em um futuro contexto competitivo a nosso ver. Introduzir no mercado regulamentação diversa seria prejudicial à concorrência e poderia até mesmo inviabilizar a entrada de competidores nos Mercados, em nossa opinião.

Uma vez mais, pensamos ser importante trazer à baila exemplos de outras jurisdições para abalizarmos a discussão. Sendo assim, cumpre mencionar o exemplo do Canadá, onde antes da introdução da competição nos mercados organizados cabia ao intermediário buscar a melhor ordem de execução. Após o cenário competitivo, coube aos mercados organizados desenvolver e manter políticas específicas e procedimentos para garantir a proteção às ordens<sup>28</sup>. Ademais,

---

<sup>28</sup> ***Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada.*** “Change in trade-through rule responsibility: The trade-through rule (aka order protection rule), mandates that an order needs to be routed to an execution venue with the best price. Previously in Canada, the



alguns estudos acadêmicos demonstram que um dos maiores fomentadores da competição na velocidade de processamento das ordens é a *Order Protection Rule*, a qual requer que as bolsas implementem sistemas para executar a ordem pelo melhor preço em outro sistema<sup>29</sup>.

Além do Canadá, no México também foi implementado novo sistema de roteio de ordens em 2018, conhecido como *smart order routing*, em que as bolsas mexicanas foram obrigadas a oferecer aos investidores as melhores condições de operação aos participantes de mercado<sup>30</sup>. O sistema atualmente encontra-se regulamentado pela *Disposiciones de Carácter General Aplicables a Las Casas de Bolsa*, publicadas inicialmente em 6/09/2004, conforme alterada, dentre outras, pela Resolução publicada em 23 de junho de 2017<sup>31</sup>.

- “*Deber de mejor ejecución: a la obligación que tienen las casas de bolsa de obtener el posible, según las condiciones de mercado, para sus clientes en la ejecución de las órdenes de valores de renta variable negociados en las bolsas de valores que gocen de concesión en términos de la mejor resultado Ley, conforme a lo previsto en estas disposiciones*”<sup>32</sup>

A propósito da reforma da lei mexicana das “casas de bolsa”, elaborada para o novo cenário de concorrência que também era novidade nos mercados regulamentados de valores mobiliários naquele país, lê-se ainda, na exposição de motivos da lei, que a adoção da regra de melhor execução seria “indispensável” a fim de que, diante da possibilidade de executar ordens de seus clientes em duas ou mais bolsas de valores, busque-se obter o melhor preço disponível, considerado o volume de tal valor disponível nas bolsas de valores e sua probabilidade de execução, conforme metodologia de cálculo que determinem as bolsas de valores, o que permitirá que os investidores contem com a melhor opção nos mercados organizados de valores mobiliários, como resultado de implementar tais práticas internacionais<sup>33</sup>.

Em resumo, somos da opinião de que a adoção do *Order Protection Rule* teria a capacidade de: (a) fomentar a concorrência, viabilizando o surgimento de novas entidades administradoras de mercados organizados; e (b) fomentar a concorrência entre as administradoras de mercados organizados, gerando melhores preços e velocidade no processamento das ordens.

---

*broker-dealer had the responsibility of upholding the trade-through rule. Starting in February 2011, the obligation now resides with execution venues, requiring them to develop and maintain specific policies and procedures to ensure order protection. While trade through rule also exists in the U.S. market, one major difference is that this applies to depth of book in the Canadian market; in the U.S. market, it only applies to top of book.”; p. 75.*

<sup>29</sup> Wang, Xin, *Why Do Stock Exchanges Compete on Speed, and How?* (2018). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3069529>.

<sup>30</sup> Disponível em <https://mx.investing.com/news/stock-market-news/bmvbiva-nuevo-sistema-de-ruteo-ordenes-en-beneficio-de-inversores-227997>.

<sup>31</sup> Referida resolução estabeleceu que as disposições sobre *best execution* entrariam em vigor em 22 de outubro de 2018: “A partir del 22 de octubre de 2018, deberán dar cumplimiento al deber de **mejor ejecución** en términos de lo previsto en el artículo 76 Bis de las presentes disposiciones.”

<sup>32</sup> Disponível em:

<https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20casas%20de%20bolsa.pdf>

<sup>33</sup> Disponível em: [https://www.dof.gob.mx/nota\\_detalle.php?codigo=5487956&fecha=23/06/2017](https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5487956&fecha=23/06/2017)





#### 4. CONCLUSÃO

Sobre a Minuta A, os nossos comentários a propósito do *Market Data* levantam preocupações legítimas do mercado com o uso abusivo de posição dominante em um mercado relevante fundamental para o mercado de capitais nacional. Assim como na realidade norte-americana, permitir uma monetização desenfreada em um mercado com pouca ou nenhuma competição e tão crucial para os investidores institucionais seria um erro. Torna-se chave, assim, que a CVM estabeleça (i) de antemão, quais dados de mercado devem ser gratuitos para o bom funcionamento do mercado; e (ii) regras que incentivem a descentralização na consolidação de tais dados brutos de mercado proveniente das bolsas e das entidades administradoras de mercados de balcão organizados.

A respeito da Minuta B do Edital SDM 09/2019, pelas razões expostas na presente manifestação, em especial no item 1.1. *supra*, somos contrários à instituição de um autorregulador unificado dos Mercados. Em resumo, a adoção da autorregulação unificada pode ser problemática, uma vez que: (i) gera desafios de governança que podem ser mais graves ou complexos do que a questão da arbitragem regulatória em um cenário de autorregulação pulverizada; (ii) pode fomentar a criação de barreiras à entrada para novos *players* dos Mercados; (iii) pode facilitar a ‘captura’ da entidade autorreguladora por interesses privados, fomentando a monopolização dos mercados a serem regulados; (iv) cria desafios legais e financeiros que não podem ser desprezados, em especial possíveis violações à Lei nº 6.385/76 e ao direito de livre associação previsto na Carta Constitucional de 1988. Contudo, caso a CVM decida prosseguir com a adoção desse modelo, subsidiariamente, recomendamos fortemente que sejam tomadas medidas preventivas rigorosas para que, principalmente: (a) o novo autorregulador unificado não tenha sua estrutura de governança “capturada” pelos interesses privados de seu principal mantenedor; (b) os critérios de fixação de preços não impossibilitem a entrada de novos concorrentes; e (c) os direitos políticos sejam distribuídos de forma mais igualitária entre as instituições associadas.

Também acreditamos que a autorregulação unificada, se adotada, não deve se aplicar às instituições operadoras de infraestrutura de mercado. Como dissemos anteriormente, as infraestruturas de mercado possuem menos atividades com risco intrínseco do que entidades de mercado organizado, estando, de maneira geral, expostas a riscos menores e de menor impacto ao mercado, até por atuarem na pós-negociação, além de não haver fluxo financeiro em seus ambientes sob a regulação exclusiva da CVM. Como se não bastasse, também não possuem contato com o investidor final. Por tais razões, acreditamos ser suficientes as atividades de controles internos, auditoria interna e externa e reportes diretamente à CVM.

Acerca da Minuta C, somos favoráveis à adoção de regra análoga à *Order Protection Rule* no Brasil em um cenário de competição dos Mercados, com vista a fomentar a concorrência na velocidade no processamento das ordens e, novamente, não criar uma barreira de entrada a novos ingressantes nos Mercados aqui tratados.



## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por fim, entendemos que algumas medidas por nós defendidas podem trazer maior custos diretos de execução e maior complexidade no acompanhamento pelo regulador das atividades. No entanto, entendemos que estes custos são uma fração mínima dos custos para a sociedade como um todo resultante da dominação de um mercado por um ou poucos players.

Desta forma, gostaríamos, mais uma vez de parabenizar a CVM pela abertura em rediscutir o arcabouço regulatório de forma a incentivar a concorrência e a inovação no mercado brasileiro.

Gostaríamos também de complementar que, durante as conversas em nosso grupo de trabalho, foi levantado por nossos associados o interesse em rediscutir as instruções 541, 542 e 543 de forma a continuar esse trabalho de oxigenação do mercado.

Colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos sobre as sugestões indicadas nesta correspondência através dos contatos abaixo:

**Tiago Franco – Líder da vertical de investimentos**

tifranco@gmail.com

Telefone: 11-9-7623-1868

Atenciosamente,

DocuSigned by:

Diego Perez

E0E5314989144B1...

DocuSigned by:

Tiago Franco

96B6BA4E693244E...

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE FINTECHS – ABFINTECHS**

**Diego Perez – Diretor**

**Tiago Franco – Líder da vertical de investimentos**