



SDM N° 9/19

São Paulo, 25 de junho de 2020.

À

Comissão de Valores Mobiliários “CVM”

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar.

Rio de Janeiro/ RJ. CEP 20050-901.

e-mail: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Aos Senhores

Marcelo Barbosa - Presidente

Antonio Carlos Berwanger - Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref. EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N° 9/19 - Minutas de instrução que dispõem sobre a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários; sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado; e sobre o regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (best execution).

1. Introdução

Inicialmente, gostaríamos de agradecer à CVM pela oportunidade de nos manifestarmos nesta audiência pública, bem como parabenizá-los pela iniciativa em dar novo tratamento regulatório ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, através de movimentações essenciais para assegurar o bom funcionamento do mercado.



Entendemos que a iniciativa proposta tem condições de trazer ao mercado maior transparência, concorrência legítima, tratamento isonômico e segurança jurídica ao mercado.

Diante o exposto, apresentamos a seguir as nossas considerações:

2. Minuta A – propostas relativas à Nova 461

A redação atual da iCVM 461, que é de 2007, classifica as entidades registradoras como mercado de balcão organizado, o que pode ser evidenciado através do conteúdo do artigo 92, III, artigo 98, e do artigo 105 parágrafo 3º entre outros. Adicionalmente, nos termos do artigo 11 do normativo, exercem atividade de registro em mercado de balcão organizado as entidades administradoras de mercados organizados.

Entretanto, o edital 09/19, tanto na Minuta A (Art.2º IV e VI) quanto na Minuta B (Art.2º II e III) classificou a entidade registradora como “entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários (ou, simplesmente, entidade administradora de mercado organizado)” e como “entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro”.

Cumpramos ressaltar que em 2019 a iCVM 617 sabiamente inovou, atribuindo às entidades que realizam atividade de registro a nomenclatura correta e que deveria ser a única adotada pela CVM no que se refere às Entidades Registradoras, conforme podemos ver: *“Entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro: entidade que realiza, cumulativa ou isoladamente, o processamento e a liquidação de operações, o registro e o depósito centralizado de valores mobiliários”* (grifamos)

Não obstante a dupla classificação, em toda a proposta da reforma da iCVM 461 o normativo, no decorrer da descrição das regras, faz referência apenas e tão somente às entidades administradoras de mercado organizado, deixando as Entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro no “esquecimento”.

Registramos que esse equívoco pode não só provocar um erro no cumprimento da norma pelas entidades registradoras, como vai de encontro com o dispositivo previsto na iCVM 617, que é clara, objetiva, e classifica as registradoras de forma uniforme. Em razão do



exposto, verifica-se a necessidade de adequação não apenas na redação, como da aplicabilidade dos dispositivos previstos.

Em complemento, tecemos as seguintes considerações:

a) Relativamente ao Artigo 2º, inciso II, entendemos que a definição de “mercado organizado de valores mobiliários” não contempla todo o funcionamento do mercado organizado, enfatizando ou induzindo o entendimento de tratar-se de processos relacionados ao sistema de negociação (a mercado primário e secundário), excluindo os novos e importantes mecanismos existentes “apenas” neste ambiente, quais sejam: meios para a realização do controle de titularidade, processamento e liquidação de operações, e a constituição de ônus e gravames.

De forma a abranger os novos conceitos existentes no mercado organizado, sugerimos a seguinte redação:

“Art.2º. (...)

II - mercado organizado de valores mobiliários: ambiente físico ou sistema eletrônico destinado à emissão, negociação ou ao registro de operações, **bem como a liquidação e a constituição de ônus e gravames envolvendo valores mobiliários** por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros, **e que envolva pelo menos uma entidade operadora de infraestrutura de mercado financeiro.”**

Relativamente ao inciso VII do Artigo 2º, no intuito manter-se em conformidade com o estabelecido na iCMV 505, bem como com o proposto pelo novo normativo, no inciso VIII do Artigo 2º, sugerimos substituir o termo “investidor” por “comitente final”. Nesse sentido, sugerimos a seguinte redação:

“Art.2º. (...)

VII - cliente: **investidor comitente final** que mantém relacionamento comercial direto com participantes de mercado organizado;

b) Entendemos que a definição estabelecida no Art. 4º foi feita por exclusão o que dá margem a interpretações distintas, tornando-se dependente de variáveis subjetivas. Entendemos que deva ser estabelecida uma definição segregada de mercado de bolsa e



mercado de balcão organizado, eliminando a dependência de variáveis subjetivas e interpretações que comprometam o funcionamento do mercado como um todo.

Nesse sentido, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 4. Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado como de bolsa ou de balcão organizado, levando em conta, dentre outros:

~~I - a existência de ambiente ou sistema para o registro de operações realizadas previamente;~~

~~I - Mercado de Bolsa: mercado composto por um ambiente físico ou sistema eletrônico centralizado e multilateral destinado à negociação de valores mobiliários depositados em Entidades Operadoras de Infraestrutura de Mercado Financeiro, observadas as disposições do Art.88. O ambiente físico ou sistema eletrônico centralizado e multilateral deve possuir mecanismo de Contraparte Central Garantidora para a liquidação e compensação oferecido por Entidade Operadora de Infraestrutura de Mercado Financeiro devidamente autorização para este fim.~~

~~II - Mercado de Balcão Organizado: (i) ambiente físico ou sistema eletrônico centralizado e multilateral destinado à negociação de valores mobiliários depositados em Entidades Operadoras de Infraestrutura de Mercado Financeiro; (ii) ambiente físico ou sistema eletrônico centralizado e multilateral que possua mecanismos de Liquidação e Compensação das operações oferecidos pela Entidade Operadora de Infraestrutura de Mercado Financeiro; e (iii) ambiente físico ou sistema eletrônico centralizado para o registro de operações realizadas previamente .~~

~~III - as regras adotadas (...)~~

~~IV - a possibilidade (...)~~

~~V - o volume (...)~~

~~VI - o público (...)~~”

Parágrafo único. As características de que tratam o inciso IV só serão admitidas para os mercados de balcão organizado.



c) Entendemos que o mercado de derivativos de balcão atual é, essencialmente, ambiente de registro e não estaria contemplado na definição estabelecida no Artigo 7º. Dessa forma, propomos a subdivisão do mercado em listagem, negociação e registro, para o que sugerimos a seguinte redação:

“**Art.7º.** “Os mercados organizados de valores mobiliários podem ser subdivididos em segmentos de listagem, de negociação e registro, levando em conta as características das operações cursadas, os valores mobiliários negociados, seus emissores e investidores, requisitos de listagem e de admissão à negociação, o sistema de negociação utilizado, ~~e-as~~ quantidades negociadas e as condições mínimas para o registro.”

Ainda no escopo da Minuta A, gostaríamos de contribuir com nossos comentários relativamente ao Capítulo IX - Autorização para Instalação de Telas de Acesso à Negociação em bolsas Estrangeiras.

Visando aprimorar o acesso dos investidores qualificados a valores mobiliários no exterior e dar maior transparência para os reguladores brasileiros com relação às posições destes investidores no exterior, propomos alterações à Minuta A do presente edital, de maneira a possibilitar a instalação de telas de sistemas de negociação multilaterais estrangeiros, regulamentados em seus países de origem. Os referidos sistemas trouxeram funcionalidade, integridade, transparência e possibilidade de ampliação do mercado.

Na Europa, esses sistemas, nomeados como *Multilateral Trading Facilities* (MTF), são regulados pelo MiFID II ([Directive 2014/65/EU](#)) como o equivalente, no Brasil, a mercados de balcão organizado, e supervisionados pela ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e/ou pelos órgãos reguladores equivalentes de cada país. Nos Estados Unidos, esses sistemas são nomeados como *Alternative Trading System* (ATS), autorizados pela SEC (*United States Securities and Exchange Commission*).

Ainda, sugerimos um arranjo por meio de uma entidade brasileira operadora de infraestrutura de mercado que realiza compensação, liquidação e depósito centralizado, a qual deverá estar interligada com outras CSDs (*Central Securities Depositories*) estrangeiras, regulamentadas em seus países, com o objetivo de liquidar as operações



dos investidores, manter suas posições atualizadas e conciliadas, e prover informações aos órgãos reguladores brasileiros, na forma por eles definida.

Na Europa, o papel fundamental das CSDs no mercado financeiro, não apenas localmente, mas como integradoras de mercados, nacionais e internacionais, foi reforçado por regulamentações como a [Regulation \(EU\) No 909/2014](#), [RTS \(EU\) 2017/392](#) (*CSD Requirements*) e [RTS \(EU\) 2018/1229](#) (*Settlement Discipline*), entre outras, sendo certo que o Brasil deve seguir esse modelo, visando a evolução do mercado.

Dessa forma, sugerimos nova redação, mediante inclusão e alteração de dispositivos, nos termos a seguir. Esclarecemos que faremos menção apenas aos dispositivos a serem alterados.

Artigo 89 - Redação sugerida: “A bolsa estrangeira e a empresa estrangeira, administradora de sistema de negociação centralizado e multilateral, que desejarem instalar no Brasil, em instituições integrantes do sistema de distribuição, telas de acesso aos seus sistemas de negociação devem obter prévia autorização da CVM observadas as condições, prazos e procedimentos previstos no Capítulo XI desta Instrução.

Artigo 120 - Redação sugerida: As bolsas estrangeiras e empresas estrangeiras, administradoras de sistemas de negociação centralizado e multilateral, podem solicitar a instalação de telas de acesso aos seus sistemas de negociação em instituições integrantes do sistema de distribuição em atividade no Brasil, desde que atendam às seguintes condições:

I - sejam reconhecidas como bolsa e estejam devidamente autorizadas a operar como tal em seu país de origem, quando bolsas estrangeiras, e seus sistemas de negociação estejam devidamente autorizados a operar como tal em seu país de origem, quando empresa estrangeira;

Parágrafo único. A autorização de que trata o caput depende, ainda, da acessibilidade, suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na bolsa estrangeira e nos sistemas de negociação centralizado e multilateral, bem como de seus emissores, quando for o caso.



Artigo 122 - Redação Sugerida: “O pedido de autorização para a instalação de telas de acesso deve ser encaminhado à SMI, instruído com:

II - nome completo, número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas, endereço residencial e eletrônico, e telefone da pessoa residente no Brasil com poderes para receber intimações e citações em nome da bolsa estrangeira **ou da empresa estrangeira, conforme Art. 120;**

V - **O nome da entidade brasileira operadora de infraestrutura de mercado que realiza compensação, liquidação e depósito centralizado, indicando seus representantes.**

§ 1º **A entidade operadora de infraestrutura de mercado do item V será responsável pela conexão com as devidas entidades operadoras estrangeiras de infraestrutura de mercado, mediante aprovação da CVM, pela manutenção das posições individualizadas dos investidores brasileiros, nos valores mobiliários no exterior e pela liquidação das operações cursadas nas telas de negociação, conforme Art. 120.”**

Artigo 124 - Redação sugerida: As bolsas **e empresas estrangeiras** autorizadas a instalar telas de acesso aos seus sistemas de negociação em instituições integrantes do sistema de distribuição no Brasil devem encaminhar à CVM as seguintes informações, nos prazos indicados:

~~I - semanalmente, o volume operado pelos intermediários brasileiros autorizados a operar em seus mercados; e~~

I – anualmente, no prazo de até 45 (quarenta e cinco) dias contados do encerramento do exercício social:

b) descrição sobre eventuais mudanças nos padrões de governança ~~da bolsa, no exercício de suas funções de autorregulação~~ e alterações relevantes na composição da sua administração e controle acionário;

c) relatório descritivo das inspeções e demais procedimentos investigativos envolvendo os intermediários no Brasil, realizados no período; e

d) mudanças relevantes na regulamentação que discipline a autorização e o **seu** funcionamento ~~da bolsa~~ em seu país de origem.



Art. 124-A. A entidade operadora de infraestrutura de mercado definida conforme item V do Art. 122, deve encaminhar à CVM as seguintes informações relativas às operações realizadas nas telas de negociação e liquidadas na entidade, nos prazos indicados:

I – semanalmente, o volume operado pelos intermediários brasileiros;

Artigo 125 - Redação Sugerida: As bolsas estrangeiras autorizadas a instalar telas de acesso aos seus sistemas de negociação em instituições integrantes do sistema de distribuição no Brasil devem enviar as seguintes informações no prazo de até 10 dias úteis contados da data da sua solicitação pela CVM:

~~I – dados sobre as operações realizadas, inclusive com a identificação dos beneficiários finais, quando tal informação estiver disponível para a bolsa estrangeira;~~

I – descrição de critérios de cálculo de margens exigidas, garantias e demais informações ligadas ao risco dos participantes e à compensação e liquidação das operações realizadas;

II – descrição das características dos valores mobiliários admitidos à negociação; e

III – informações sobre processos, investigações e inspeções em andamento, envolvendo intermediários ou investidores sediados ou residentes no Brasil.

Art. 125-A. A entidade operadora de infraestrutura de mercado definida conforme item V do Art. 122, deve enviar as seguintes informações no prazo de até 10 (dez) dias contados da data de sua solicitação pela CVM:

I – dados sobre as operações realizadas nas telas de liquidação e liquidadas na entidade, inclusive com a identificação dos beneficiários finais, quando tal informação estiver disponível para a entidade;

Artigo 126 - Redação sugerida. As bolsas e empresas estrangeiras autorizadas a instalar telas de acesso ficam também obrigadas a comunicar imediatamente os fatos de que tomem conhecimento, envolvendo investidores ou intermediários sediados ou residentes no Brasil, que possam configurar infração às normas legais ou regulamentares.



3. Minuta B – propostas relativas à autorregulação unificada

3.1. Vinculação à entidade responsável pela autorregulação unificada (arts. 3º a 7º)

A CVM, no Edital, reconhece que a autorregulação unificada pode impor custos às entidades que deverão obrigatoriamente adotar o modelo proposto, seja na forma de associação, seja na forma de contratação. No entanto, as formas de contratação e associação estabelecidas na nova minuta não são viáveis ao mercado, vez que não proporcionam equidade no tratamento das entidades registradoras, - leia-se, entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, conforme passaremos a demonstrar a seguir:

Em atenção ao solicitado pela CVM, esclarecemos:

a) O modelo de vinculação proposto na norma não é adequado, tendo em vista formas distintas de adesão - associação ou contratação significa formas distintas de tratamento, o que, desde o início, vai de encontro com o objetivo da nova norma, que é o acesso igualitário, inclusive de voto, o equilíbrio econômico entre os players, a agilidade e a transparência do mercado.

Entendemos que a única forma de vinculação das entidades à entidade autorreguladora deve ser sob a forma de associação. Nesse sentido, sugerimos que todos os dispositivos da minuta que se refiram ao vínculo e contraprestações através de contratação sejam excluídos, para que conste apenas e tão somente a previsão de associação.

b) Ainda, parece-nos coerente que a entidade autorreguladora seja destinada única e exclusivamente às “entidades administradoras de mercado organizado”, devendo as “entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro” serem excluídas da proposta, tendo em vista que nos termos da iCVM 461 atual, já possuem estrutura de autorregulação própria.

Analisando o **relatório da SDM (Processo no RJ2003/11142)**, a iCVM 461 foi editada para atender a um mercado único, que ocupava e ainda ocupa o monopólio do mercado, e por isso, suas eventuais alterações seguirão, inevitavelmente a mesma linha, qual seja, a de atender ao mercado de bolsa. Nesse sentido, entendemos que o direcionamento a ser tomado pela CVM deve ser o de manter na proposta do novo normativo apenas e tão



somente o mercado organizado de bolsa, excluindo as entidades registradoras da autorregulação, que conforme mencionado, já possuem autorregulação própria.

Cumpramos ressaltar que o estudo da Oxera, encomendado pela CVM e utilizado como base para a construção desta norma, faz referência a negociação e pós-negociação em mercado de bolsa, atividade que de fato não é realizada pelas registradoras.

Nesse sentido, na linha do entendimento de que as entidades registradoras devem ser excluídas do texto da norma, sugerimos a seguinte redação para o artigo 4º:

“Art. 4º O vínculo com a entidade autorreguladora de que trata o art. 3º ~~pede-deve~~ se dar ~~por-meio-da~~ pela participação da entidade administradora de mercado organizado na entidade autorreguladora por meio de associação”.

No entanto, ainda que a CVM venha a entender que a autorregulação para as registradoras deva ser mantida, não entendemos viável a proposta da forma como apresentada e sugerimos a seguinte redação para o artigo 4º:

“Art. 4º O vínculo com a entidade autorreguladora de que trata o art. 3º ~~pede-deve~~ se dar ~~por-meio-da~~ pela participação da entidade administradora de mercado organizado ou da entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro, na entidade autorreguladora, por meio de associação”.

Como exemplo inicial, destacamos a forma de associação, que conforme previsto na norma, é desigual. Tal previsão não merece prosperar, sendo que os direitos das entidades associadas devem ser iguais.

Com isso, verifica-se que o mercado não possui estrutura para constituir uma entidade autorreguladora tal como descrita no novo Edital, o que permaneceremos demonstrando nos itens a seguir.

3.2. Competências da autorregulação unificada (arts. 8º a 15)

Relativamente às competências atribuídas à entidade autorreguladora, caso a CVM permaneça entendendo que as registradoras devam ser mantidas no escopo do novo normativo, fazemos as seguintes considerações:



Não nos parece viável que a entidade autorreguladora vincule as regras e requisitos para a admissão de seus associados (Art. 10, V), às regras e requisitos que pretende estabelecer para “homologar” os participantes de seus associados (Art. 15). Aliás, não nos parece viável inserir qualquer tipo de regra e/ou requisito. Os participantes dos associados devem atender ao dispositivo previsto em seu Regulamento. O autorregulador definir quem serão os participantes das entidades associadas não garante a liberdade de acesso, não respeita a concorrência, tampouco é economicamente viável, vez que poderá causar a perda de participantes. Nesse sentido, sugerimos a exclusão do Art. 15.

Ademais, entendemos que a entidade autorreguladora deve realizar única e exclusivamente a atividade de autorregulação pretendida proposta por esse edital, e por isso, o parágrafo 1º do artigo 10 deve ser excluído. Ainda que com prévia autorização da CVM, temos a opinião que a entidade autorreguladora não deve desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação. Isso colocaria em risco a imparcialidade e independência e autonomia pretendidos com este edital (Art. 17), além de implicar em conflito de interesse, causando grande prejuízo ao mercado.

3.3. Administração do autorregulador unificado (arts. 16 a 34)

Entendemos que as despesas necessárias ao funcionamento da entidade autorreguladora devem ser custeadas pelas entidades associadas na proporção de sua participação no mercado, através de um aporte inicial e posteriores mensalidades.

Nesse sentido, no que se refere à modalidade de associação, na ocasião da constituição da entidade autorreguladora entendemos que o normativo deve estabelecer que cada entidade deve contribuir com um percentual a ser definido pela CVM, a ser aplicado proporcionalmente ao volume de suas operações nos últimos 12 (doze) meses. Para a manutenção da entidade autorreguladora, entendemos que, da mesma forma, em um percentual a ser definido pela CVM, cada entidade deverá contribuir, mensalmente, de forma proporcional ao volume de suas operações no mês anterior.

Relativamente às questões de governança e decisões da entidade autorreguladora, o tratamento deverá ser igualitário. O normativo deve trazer a regra de que todas as entidades devem possuir direito de voto igual, ou seja, um voto por entidade, cabendo à CVM o voto decisório em caso de desempate, bem como, cabendo apenas e tão somente



à CVM o poder de veto nos casos que entender necessário. Cumpre ressaltar que o modelo proposto é o ideal para que se tenha transparência, competitividade, mercado justo e ética, vez que da forma como está descrito no edital, a entidade que hoje ocupa o monopólio do mercado poderá se associar com um número maior de cotas em detrimento das demais, permanecendo, obviamente, com o monopólio no poder de governança e decisão. Logo, nada mudaria!

Desta forma, sugerimos a alteração do caput, incisos I e II do artigo 19 para a seguinte redação:

“Art. 19: “As despesas necessárias ao funcionamento da entidade autorreguladora devem ser custeadas *da seguinte forma:*

~~I—contribuições das entidades associadas; e~~

~~II—contraprestações pagas pelas entidades contratantes~~

I. Todas as entidades farão um aporte inicial na proporção do volume de suas operações, registradas nos últimos 12 (doze) meses, e as demais contribuições, realizadas mensalmente, serão calculadas proporcionalmente ao volume de operações no mês imediatamente anterior.

II. Todos os percentuais relativos ao montante do volume de operações mencionados no inciso I serão definidos pela CVM.

Visando transparência, objetividade e foco no objetivo da autorregulação, e tendo em vista que a entidade autorreguladora deva reinvestir seus lucros, entendemos que a remuneração de todos os seus colaboradores, incluindo a dos administradores deva ser fixa, baseada em remuneração de mercado, sem possibilidade de remuneração variável. Nesse sentido, sugerimos a exclusão do parágrafo 2º do artigo 23, que prevê a remuneração variável.

No que se refere a composição do conselho de autorregulação, entendemos a necessidade de estabelecer número mínimo e máximo de sua composição. Nesse sentido, sugerimos a alteração do inciso I do Art.27, para a seguinte redação: “I - O conselho de autorregulação *deve ser composto por no mínimo 5 e no máximo 9 membros,*



eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, nos termos do Art. 24, III, e deverão ser independentes, nos termos do Art. 28, podendo a CVM participar das reuniões, com poder de desempate e veto.”

Adicionalmente, de forma a garantir o respeito à concorrência, ao mercado e aos players, cada entidade associada deve ter direito a indicar de um membro ao conselho de autorregulação, sendo que a CVM também deverá indicar um membro. Mais uma vez ressaltamos que o monopólio de mercado não deixará de existir se os vícios permanecerem os mesmos.

Nesse sentido, sugerimos a alteração do inciso IV do Art.27, para a seguinte redação: *“IV - ~~(o total de membros indicados por cada entidade associada deve considerar a proporção com o total de cotas do patrimônio social da entidade autorreguladora de que a entidade associada seja titular.)~~ Cada entidade associada poderá indicar um membro para compor o conselho de autorregulação, e a CVM deverá indicar um membro, que além de compor o Órgão, será responsável pelo desempate nas deliberações, bem como terá o poder de veto.”*

Para podermos começar a falar em autorregulação, com segurança jurídica, mercado justo e competitivo, visando a mitigação de qualquer possibilidade de conflito de interesse, sem monopólio, cópia de modelos de gestão viciada, gerenciamento de altos cargos e salários, é condição *sine qua non*, que a CVM estabeleça a alteração do prazo previsto no parágrafo 2º do artigo 28, estendendo a inelegibilidade ao diretor de autorregulação.

Nesse sentido, sugerimos a alteração do parágrafo 2º do Art.28 para a seguinte redação: *~~Equipara-se à relação atual, para efeito do disposto no inciso I do § 1º deste artigo, aquela existente no prazo de até 1 (um) ano antes da posse como membro do conselho de autorregulação.~~ “Não poderá ser indicado como membro do conselho de autorregulação e também não poderá ser eleito diretor de autorregulação a pessoa que esteve inserida nas hipóteses dos incisos I a IV nos últimos 05 (cinco) anos, até atualmente”.*

3.5. Cronograma de adaptação (art. 56)

Em que pese o Art. 56 estabeleça que as entidades associadas apresentem à CVM qual instituição exercerá as atividades de regulação e supervisão previstas nesta norma, bem



como apresentem uma proposta de cronograma para a realização das adaptações para o cumprimento de suas disposições, entendemos não ser viável a autorregulação, da forma como proposta, vez que a norma, em sua teoria, não viabiliza o cumprimento justo haja vista a realidade do mercado.

Não obstante nosso entendimento de que a norma não deve abranger as entidades registradoras, pois não está alinhada seu escopo, nos deparamos com importante desafio, que é o de indicar à CVM uma instituição entidade autorreguladora.

No contexto da criação de uma nova entidade para exercer atividade autorreguladora, conforme já descrito nessas considerações, é condição inegociável que a forma de acesso das entidades seja por associação, com direitos e deveres iguais, e onde os membros da alta liderança e conselho fossem totalmente independentes.

Além de cumprir as sugestões acima mencionadas, somado ao dispositivo da redação sugerida ao parágrafo segundo do artigo 28 da Minuta B, considerando o período de 05 (cinco) anos, e tendo em vista que o objetivo deve ser eliminar qualquer tipo de conflito de interesses, inclusive aquele que existe de forma velada, é imprescindível que a CVM insira adote como regra as seguintes premissas:

- (i) As entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro e as entidades administradoras de mercado organizado não poderão manter em sua composição societária pessoas jurídicas que estejam sujeitas a regulação ou supervisão realizada por parte dessas entidades;
- (ii) As entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro e as entidades administradoras de mercado organizado não poderão manter em seu quadro de administradores pessoas sujeitas à regulação ou supervisão do mercado nos últimos 03 (três) anos;
- (iii) Da mesma forma, é vedado à entidade autorreguladora a contratação e/ou nomeação de pessoas sujeitas à regulação ou supervisão do mercado nos últimos 05 (cinco) anos.

O caso concreto trazido pelo normativo pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, acerca da disposição sobre o registro das operações de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguros corrobora o acima sugerido. Por meio



da Resolução CNSP nº 383 de 20/03/2020, a SUSEP sabiamente inovou ao vedar, em seu artigo 15, a possibilidade de registro de operações por parte das entidades supervisionadas nas entidades em que mantiverem o controle (societário). Registre-se que tal vedação se estende aos casos em que a supervisionada e a entidade registradora são controladas por uma mesma entidade, como no caso, em questão, a entidade autorreguladora.

Ainda, no contexto do normativo da SUSEP, entende-se como controle, a titularidade, direta ou indireta, isoladamente ou em conjunto com outros sócios, de direitos de sócio capazes de assegurar permanentemente a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger ou destituir a maioria dos administradores. O normativo é uma referência no combate à existência de interesses secundários e ocultos nas relações profissionais e pessoais entre as partes, vez que visa a ética e a igualdade de mercado.

Os prazos acima sugeridos guardam fundamento em impossibilitar a manipulação da norma e do mercado por meio de troca de cargos em empresas do mesmo grupo, demissões e contratações de pessoas de empresas concorrentes, demissões e contratações entre entidades reguladas e entidade autorreguladora, entre outras atividades que visam manipular o mercado por meio de interesses ocultos.

Sabe-se que a CVM enfrentará dificuldades em receber indicações para entidade autorreguladora. Nesse sentido, resta evidente que a CVM buscará no mercado por uma estrutura já existente, regulada e fiscalizada por si, através da ICVM 461. É fato que há muito tempo o mercado possui apenas uma entidade com estrutura para suportar ser a entidade autorreguladora. Inegável a realidade de que não existe tempo hábil para se constituir uma associação com essa finalidade. Entretanto, a CVM não pode permitir que estruturas se misturem nem se confundam. O autorregulador deve representar uma entidade apartada.

Conforme acima mencionado, sabemos que desde 2007 essa estrutura é a BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), uma empresa do grupo da B3, teoricamente constituída para realizar com autonomia administrativa e orçamentária as atividades de supervisão dos mercados administrados pela B3.

No entanto, é de suma importância registrar que a instituição que teoricamente possui estrutura física para atender ao novo normativo, é totalmente despreparada para atendê-



lo no que se refere aos seus requisitos primordiais e indispensáveis, quais sejam, independência, ausência de conflito de interesses, transparência, incentivo à concorrência e respeito ao mercado.

O fato de que a instituição mencionada não é indicada para ser eleita pela CVM como entidade autorreguladora se justifica pelos seguintes elementos, incluindo sem se limitar a:

(i) a BSM está localizada no mesmo prédio da B3, possui em sua alta liderança, corpo diretivo e Conselho de Supervisão, membros e/ou ex-membros da B3, diretores e/ou ex-diretores de instituições financeiras, além de sua Câmara Consultiva de Mercado ser constituída apenas pelas CTVM's de maior representatividade, o que evidencia claramente a falta de independência na constituição do órgão, bem como existência de conflito de interesses na tomada de decisões relativamente aos concorrentes.

(ii) a BSM, na medida que é uma empresa do grupo B3, possui a mesma cultura de atuação da B3. Possui a estrutura de gestão e gerenciamento de recursos humanos custeado pela B3, através de contratação, remuneração e bônus de seus executivos, evidenciando não apenas o pagamento de salários altos à executivos comprometidos e com visíveis conflitos de interesse entre seus cargos e as atividades que desempenham, gerando grande insegurança jurídica ao mercado. Resta evidente que essa estrutura inviabiliza o nascimento de novos concorrentes.

Em sendo a BSM um reflexo da B3, não pode exercer o papel de entidade autorreguladora, atuando no mercado de forma a fiscalizar e supervisionar as demais entidades, tal como proposto no novo normativo.

Entretanto, caso a CVM assim não entenda, em nossa visão, o único caminho viável a ser adotado, observando o acima exposto, seria a intervenção integral na BSM, pelo período que a CVM entender necessário, sendo que essa intervenção seria objeto de 100% de reestruturação da BSM, por meio da qual haveria a transformação da Companhia e seu objeto social, passando a exercer, exclusivamente a atividade de entidade autorreguladora nos termos da nova norma.



Para tanto, a CVM poderá adotar os seguintes caminhos: (i) a BSM deverá ter renovada toda sua estrutura organizacional, de governança, de riscos e controles internos, de compliance, de recursos humanos, tecnológica e demais áreas correlatas, sendo inadmissível a existência de qualquer tipo de conflito, nos termos propostos neste documento; ou (ii) a constituição de uma nova empresa dentro da estrutura da BSM, mas com estruturas totalmente apartadas, nos termos mencionados neste documento, sem qualquer possibilidade de realocação de pessoal, desde a alta liderança até o operacional. Todas as contratações deverão ser objeto de aprovação pela CVM.

Em ambos os casos a CVM deverá manter uma equipe de fiscalização e supervisão própria, em número a ser definido pela CVM, para a fiscalização dos trabalhos realizados pela BSM, pelo período de no mínimo 05 (cinco) anos.

Sendo o que nos cumpria para o momento, elevamos nossos votos de elevada consideração.

CSD Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A.

Edivar Viela de Queiroz Filho
Diretor Presidente