

São Paulo, 26 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

At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado –SDM

Sr. Antonio Carlos Berwanger

Sr. Marcelo Barbosa

E-mail: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19

Prezados Senhores,

O **MERCADO BITCOIN SERVIÇOS DIGITAIS LTDA.** (“MB”), sociedade limitada, com sede na rua Olimpíadas, 205, conjunto 41, Vila Olímpia, CEP 04551-000, na Cidade de São Paulo, no Estado de São Paulo, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19, de 27 de dezembro de 2019 (“Edital”), submete, a esta Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários às minutas de Instrução que dispõem sobre: (a) o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a organização e funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organização entre outras provisões (“Minuta A”) e (b) a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiros (“IMF”) atuantes no mercado de valores mobiliários (“Minuta B”).

Salientamos que não realizamos comentários à Minuta C, que traz alterações à Instrução CVM nº 505, de 20 de dezembro de 2013, e à Instrução nº 541, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução 541”).

1. Comentários à Minuta A

1.1. Art. 2º, inciso I e art. 3º - Inserção do conceito de mercados regulamentados

Sugerimos que seja reinserido do conceito de mercado regulamentado anteriormente existente na Instrução nº 461, de 23 de outubro de 2007 (conforme alterada, “Instrução 461”), com vistas a permitir o aparecimento de outras IMFs não instituídas sob a forma de mercado organizado (de bolsa e de balcão organizado) e que, também, não se enquadrem na regra de mercado de balcão não organizado.

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto – MB
“Art. 2º (...)	“Art. 2º (...)
I – mercados regulamentados de valores mobiliários: compreende os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados;	I – mercados regulamentados de valores mobiliários: compreende os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados, <u>bem como os mercados e plataformas de negociação que vierem a ser definidas como tal pela regulamentação específica;</u>
CAPÍTULO II – MERCADO DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO	CAPÍTULO II – <u>MERCADOS REGULAMENTADOS</u> DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO
--	<u>Seção I</u>
--	<u>Abrangência</u>
--	<u>Art. 3º Os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão, os mercados de balcão não organizado e os mercados que vierem a ser definidos como tal pela regulamentação específica.</u>
--	<u>Seção II</u>
--	<u>Mercado de Balcão Não Organizado</u>
Art. 3º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários não realizada ou registrada em mercado organizado em que integrante do sistema de distribuição de que	Art. 3º <u>4º</u> Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado em que integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, intervém:

tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, intervêm:	
--	--

É amplamente conhecido que, no mercado financeiro e capitais atual, existem, tanto interna como globalmente, uma pluralidade de estruturas e configurações de IMFs que são primordiais ao mercado, contribuindo com o fortalecimento do mercado em que atuam e desempenhando papel fundamental para a estabilidade financeira. Com a crescente sofisticação e inovação do mercado, as IMFs também foram objeto de alterações, agregando novos serviços e atividades, incorporando, inclusive, novas entidades e configurações.

Assim, não somente surgiram novas IMFs para desempenhar atividades que se tornaram essenciais ao próprio funcionamento, estabilidade e saúde do mercado financeiro e de capitais, como é o caso do surgimento das entidades registradoras (*trade repositories*), como também fez-se cada vez mais necessário ter uma regulamentação flexível o bastante para recepcionar novas formas de IMFs.

Neste contexto, com o intuito de viabilizar o surgimento de novas formas de IMFs sob a competência da CVM, sugerimos a restituição do conceito de mercados regulamentados.

Observando a estruturação hoje existente no Brasil¹ a respeito das IMFs, parece-nos adequado organizar as IMFs da conforme abaixo:

Negociação	Pós-Negociação	
	Movimentação de Recursos	Movimentação de Ativos / Publicidade
Bolsa	Sistemas/Câmaras de	Centrais Depositárias
Balcão Organizado	Compensação e Liquidação	Entidades Registradoras
Balcão Não Organizado	Contrapartes Centrais	
	Garantidoras	

¹ A esse respeito, reportamo-nos, especialmente, à Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385”), à Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, à Resolução do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) nº 2.882, de 30 de agosto de 2001, à Circular do Banco Central do Brasil (“BC”) nº 3.057, de 31 de agosto de 2001, à Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, à Instrução 461 e à Instrução 541. Note-se, ainda, que outras entidades participam dessas IMFs, como, *e.g.*, bancos liquidantes e agentes de liquidação, custodiantes e escrituradores.

Entendemos que reincluir o conceito de mercado regulamentado, face ao exposto, permitiria a introdução de outros mercados e outras plataformas de negociação que não se caracterizam como mercado organizado ou mercado de balcão não organizado, nos termos da regulamentação proposta pela Minuta A.

Com relação a esse ponto, destacamos as discussões trazidas pelo relatório final da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions – “IOSCO”*) sobre Questões, Riscos e Considerações Regulatórias relacionadas a Plataformas de Negociação de Criptoativos (*Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*), datado de fevereiro de 2020², que submete ao debate os princípios que deverão ser observados por essas novas modalidades de plataformas de negociação, admitindo, para tanto, que houve inovação com relação às próprias IMFs e que tais IMFs devem ser consideradas e reguladas, na medida de suas necessidades e das competências dos órgãos reguladores..

Ainda a esse respeito, cumpre-nos destacar a experiência do mercado norte-americano com os sistemas alternativos de negociação (*Alternative Trading Systems – “ATs”*), que se tratam de sistemas alternativos de negociação, não configurados como mercado organizados e que estão sujeitos a regulação própria. Os ATs não precisam estabelecer, nem submeter suas regras ao regulador local, estando, contudo, sujeitos a um órgão de autorregulação próprio, o *Financial Industry Regulatory Authority – FINRA*. Note-se, também, que os ATs foram resultado dos esforços do governo norte-americano em descentralizar o mercado, permitindo a concorrência com a entrada de novos entes.

Podemos observar a mesma situação no mercado europeu, através do surgimento de novas plataformas no mercado denominadas infraestruturas de negociação multilaterais (*Multilateral Trading Facilities – “MTFs”*), as quais se caracterizam por sistemas multilaterais operados por um administrador. A experiência europeia, por sua vez, resultou em menor fragmentação do mercado de negociação de valores mobiliários, ao estabelecer regras para tais MTFs acerca da transparência, da melhor execução (*best execution*) e de tratamento de ordens de investidores, mitigando eventuais efeitos deletérios da fragmentação de mercado sobre a liquidez e processo de formação de preço.

Dessa forma, entendemos que a sugestão ora apresentada também encontra resguardo na experiência internacional, havendo exemplos de plataformas de negociação alternativas com maior ou menor grau de controle em mercados mais ou menos fragmentados, com efeitos positivos sobre concorrência, preços de serviços e pluralidade de

² Cf. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD649.pdf>. Acesso em 16/06/2020.

atividades prestadas. Parece-nos, portanto, salutar e necessária a regulação de novas plataformas de negociação, em vista, especialmente, do cenário cada vez mais diverso propiciado por plataformas de investimento participativo (*crowdfunding*) e plataformas de negociação de criptoativos no mercado brasileiro³.

Adicionalmente, entendemos oportuno sugerir, com relação a essas novas IMFs, que, dentro dos parâmetros que vierem a ser definidos por essa D. CVM sobre tais entidades, que a regulamentação de suas atividades seja principiologicamente, conferindo a essas IMFs o poder de estabelecer suas regras e procedimentos de funcionamento e operação, de forma a não coibir inovações nesses novos mercados. Alternativamente, caso se entenda necessário ter maior controle sobre essas novas IMFs, sugerimos que o controle do regulador seja efetuado por meio de revisão e autorização dos regulamentos e regras dessas IMFs, conforme já acontece hoje com relação às aprovações de regulamentos e normas dos mercados organizados.

Finalmente, parece-nos que a reinclusão do conceito de mercado regulamentado para abarcar IMFs que não sejam mercados organizados ou mercados de balcão não organizados estaria alinhada com a intenção desta D. CVM em possibilitar a fragmentação do mercado, sendo essa intenção clara quando da opção do modelo de autorregulação única, que, conforme Edital, “*é uma opção regulatória capaz de trazer benefícios para o mercado na medida em que, como já comentado, reduziria os custos de observância para os participantes do mercado*”.

1.2. Art. 103, art. 104, art. 105, art. 110 e art. 111. - Entidades Registradoras

A classificação das IMFs, de acordo com a IOSCO, pode ser feita em cinco principais tipos: sistemas de pagamentos, centrais depositárias, sistema de liquidação e compensação de valores mobiliários, contrapartes centrais garantidoras e entidades registradoras. Tal divisão, inclusive, em muito se assemelha à organização proposta no item 1.1, diferenciando claramente as atividades de mercado organizado das atividades pertencentes ao registro de operações (*trade repository*). O mercado organizado, em resumo, trata-se do de ambiente no qual ocorrem negociações de ativos (valores mobiliários), ao passo que a entidade registradora se trata da entidade responsável pelo registro de operações e por respectiva publicidade, observadas as regras de sigilo de dados.

A própria legislação pátria, inclusive, caba por denotar tal confusão de conceitos, em especial no artigo 2º, §4º, da Lei 6.385 (incluído pela Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011), que dispõe sobre o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação,

³ Nesse sentido, mencionamos o movimento realizado pela *Securities and Futures Commission* de Hong Kong, em *Position Paper* emitido em 6 de novembro de 2019, ao diferenciar *exchanges* de criptoativos (ou VASPs - *Virtual Asset Service Providers*) que negociam ativos digitais que não são valores mobiliários (*non-security tokens*) daquelas que listam *security-tokens* e, portanto, necessitam de autorização e controles mais robustos.

de liquidação e de registro autorizados pelo BC ou CVM como condição de validade de contratos derivativos⁴. Fica evidente, pois, que, à época do referido diploma legal, não havia distinção clara entre os diferentes serviços e tipos de IMFs, sendo que tais serviços eram disponibilizados pelas mesmas entidades que também atuavam como administradoras de mercados organizados, notadamente, a BM&F BOVESPA S.A. e a CETIP S.A.

Em um ambiente monopolista ou oligopolista, contudo, pode-se concluir que a confusão de conceitos não traz qualquer prejuízo ao mercado ou a seus agentes, visto que o mesmo sistema que trata da negociação em mercado organizado é o sistema responsável por todas as atividades de pós-negociação (compensação, liquidação, registro e/ou central depositária). Os desafios relacionados a essas incoerências surgem, outrossim, quando tratamos de um ambiente propício (ou que intenciona propiciar) a livre concorrência entre IMFs, ou seja, quando se trata de um mercado fragmentado, visto que as lacunas e os conflitos entre conceitos poderiam, inclusive, representar barreiras de entrada para novos ingressantes, o que nos parece ir de encontro à intenção desta D. CVM, que teria optado por um modelo de mercado fragmentado, com multiplicidade de participantes, conforme supramencionado.

As entidades registradoras, note-se, ganharam importância, especialmente no que diz respeito à transparência dada a operações então negociadas em mercado de balcão organizado. Isso porque os mercados de balcão organizado – ainda que no contexto internacional – são caracterizados pela sua opacidade, ou seja, pela sua falta de transparência e pela multiplicidade de entes, de forma que uma entidade apta a registrar as informações das operações realizadas em mercados de balcão organizado se fez necessária não somente para garantir sua transparência, como também para garantir a estabilidade e a higidez do próprio mercado.⁵

Parece-nos essencial que a atividade de registro de valores mobiliários prevista na Minuta A esteja alinhada com os dispositivos da Lei 12.810, especialmente no que tange ao armazenamento e publicidade de informações referentes a transações financeiras e registro de ônus e gravames sobre valores mobiliários objeto de registro, de forma que a menção direta a entidades administradoras de mercado organizados pode não compreender todas essas disposições.

Por último, poderia ser considerada questionável a atribuição a entidade registradora acerca do monitoramento de preços sobre as operações realizadas, atividade que parece estar

⁴ A título exemplificativo, o CMN, por meio da Resolução CMN nº 3505, de 26 de outubro de 2007, estabelece a necessidade de registro de operações com derivativos realizadas por instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo BC em mercados organizados ou sistemas administrados por bolsas de valores ou bolsas de mercadorias e futuros, evidenciando a confusão de conceitos também na esfera do CMN e BC.

⁵ A esse respeito, *cf. Principles for financial Market Infrastructures*, do *Bank for International Settlements* e IOSCO, publicado em abril de 2012.

mais alinhada ao mercado organizado do que à entidade registradora que atuaria como repositório de informações e não poderia, em linha de princípio, recusar registros de negócios já realizados em mercados organizados.

Com base nos comentários acima, sugerimos as seguintes alterações à redação da Minuta A, visando o endereçamento, genérico e principiológico, das regras relacionadas à atividade de registro⁶:

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto – MB
<p>Art. 103. A entidade administradora do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles com objetivo de identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.</p>	<p>Art. 103. <u>O sistema de registro deve ser administrado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos de Instrução específica.</u> A entidade administradora do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles com objetivo de identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.</p>
<p>--</p>	<p><u>Art. 104. O sistema de registro compreende as seguintes atividades:</u></p>
<p>--</p>	<p><u>I – a forma e os procedimentos para o registro de informações;</u></p>
<p>--</p>	<p><u>II – as regras destinadas a que os participantes zelem pela veracidade das informações e mantenham os registros devidamente atualizados;</u></p>
<p>--</p>	<p><u>III – os procedimentos que visam à qualidade das informações registradas pelos participantes;</u></p>

⁶ Considerando que o diploma legal que trata de depósito centralizado e registro delega competência para regular tais atividades à CVM e ao BC e que o BC já regulou o tema em sua esfera de competência, utilizamos como base da proposta ora apresentada a regulamentação do BC sobre entidades registradoras, notadamente as regras previstas na Circular BC nº 3.743, de 9 de janeiro de 2015.

--	<u>IV – os procedimentos relacionados à conciliação, quando aplicáveis; e</u>
--	<u>V – os mecanismos e salvaguardas adotados pelo sistema para administração do risco operacional;</u>
--	<u>VI – os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos registrados; e</u>
--	<u>VII – o rol de ativos elegíveis para registro pelo sistema.</u>
--	<u>Parágrafo único. Aplicam-se, no que couberem, ao procedimento de que trata o inciso VI as regras relativas ao registro de gravames e ônus previstas no artigo 35, da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.</u> <u>Art. 104. O registro de operações previamente realizadas deve ser feito por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços dos negócios realizados, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.</u>
--	<u>Art. 105. O sistema de registro deve adotar e implementar:</u>
--	<u>I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e</u>
--	<u>II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a</u>

	<u>implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.</u>
--	<u>§ 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem:</u>
--	<u>I – ser escritos; e</u>
--	<u>II – ser passíveis de verificação.</u>
--	<u>§ 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem:</u>
--	<u>I – ser escritos; e</u>
--	<u>II – ser passíveis de verificação.</u>
	Seção III – Organização dos mercados de balcão organizado
Art. 105. (...)	Art. 106 5 . (...)
Art. 106. (...)	Art. 107 6 . (...)
Art. 107. (...)	Art. 108 7 . (...)
Art. 108 (...)	Art. 109 8 . (...)
Art. 109 (...)	<u>Art. 110. A entidade administradora do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles com objetivo de identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.</u>

Art. 110 (...)	<u>Art. 111. O registro de operações previamente realizadas deve ser feito por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços dos negócios realizados, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.”</u>
----------------	--

2. Comentários à Minuta B

Conforme mencionamos anteriormente, parece-nos que a intenção dessa D. CVM com o estabelecimento de uma autorregulação unificada seria a de trazer maior competitividade ao mercado de IMFs, com redução de custos estabelecimento e construção de uma estrutura de autorregulação.

Consideramos positiva a iniciativa dessa D. CVM em permitir e viabilizar a fragmentação do mercado de valores mobiliários, trazendo diversos benefícios a esse mercado e seus agentes, que inclusive está em consonância a diversos movimentos que já ocorreram em cenários internacionais, sobretudo no mercado norte-americano e europeu, e que permite, através da concorrência, a redução de custos aos agentes que atuam nesses mercados, bem como aos comitentes.

Observando essa elevada intenção e todos os benefícios que um mercado fragmentado, diverso e plural possa trazer ao Brasil, elaboramos, abaixo, nossos comentários à Minuta B.

2.1. Art. 4º - Exclusão da Autorregulação Unificada

O mercado de IMFs brasileiro é bastante concentrado, tanto em razão do próprio contexto socioeconômico e histórico de sua criação, como também em razão das altas barreiras de entradas para novos ingressantes nesse mercado, apesar de todos os esforços desse D. regulador em sentido contrário. Utilizamos, para fins ilustrativos, a fusão entre a BOVESPA S.A. e a BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros e a recente fusão entre a BM&F BOVESPA S.A. e a CETIP S.A. – Mercados Organizados, que gerou, nas últimas décadas, um mercado de IMFs ainda mais concentrado com, conseqüente, aumento de barreiras de entrada.

Reiteramos, todavia, os esforços dos órgãos reguladores em permitir a entrada de novos ingressantes, como o recente caso da Americas Trading System Brasil – ATS (“ATS”) que intencionava atuar como mercado organizado, utilizando, para tanto, os serviços de central depositária oferecidos pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”)⁷. Consoante a matéria, a ATS buscava ingressar no mercado brasileiro como IMF desde 2017, quando da fusão da BM&F BOVESPA S.A. com a CETIP S.A., sendo que o certame somente foi efetuado em 2019 por meio de tribunal arbitral. Assim, é inconteste a existência de dificuldades enfrentadas por novos ingressantes nos mercados de IMF em decorrência da transição de um regime monopolista para um regime concorrencial, no qual entendemos que a regulação pode exercer papel fundamental para mitigar essas falhas.

Similarmente, parece-nos valiosa a apreciação da questão da autorregulação unificada também sob o enfoque de imposição de barreiras de entrada a novos ingressantes, além da própria questão de custos e uniformização de regras e procedimentos já mencionados no Edital. A esse respeito, é importante trazer à luz o fato de que, atualmente, no mercado brasileiro, somente existe uma entidade responsável por autorregulação (a BSM – Supervisão de Mercados), entidade esta que é parte de um conglomerado econômico muito bem estabelecido e que tem sido responsável pela maioria ou totalidade dos serviços de IMFs, qual seja, a B3. Dessa forma, em última análise, poder-se-ia inferir que a possibilidade de se ter uma autorregulação unificada utilizando as IMFs ora existente poderia aumentar as barreiras de entrada para novas IMFs, ao conferir instrumentos novos para agentes (IMFs) já estabelecidos e com a maior parte (ou totalidade) do *market share* do mercado, o que pode ser bastante deletério.

Assim, entendemos prudente revisar a proposta de uma autorregulação unificada em vista do aumento de barreiras de entrada a novas IMFs e considerando, especialmente, o recente histórico acerca da tentativa de entrada de novas IMFs no mercado brasileiro e as dificuldades enfrentadas por elas. Dessa forma, reiteramos nossa sugestão de que cada IMF possa, de forma independente e autônoma, realizar a autorregulação das operações que transitam em seus mercados e/ou infraestruturas, com a conseqüente adequação da redação da Minuta B para essa finalidade (ajustes globais).

De forma alternativa, caso essa D. CVM ainda assim opte pela autorregulação unificada, entendemos crucial que essa entidade responsável pela autorregulação unificada seja uma entidade completamente nova, estabelecida por seus associados de forma isonômica e equitativa, de forma a se evitar que essa entidade sofra qualquer tipo de captura e que, assim, seja utilizada para viabilizar interesses próprios de qualquer instituição, lesionando os interesses dessa D. CVM, do mercado e seus agentes.

⁷ Cf. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/12/acordo-entre-b3-e-atg-abre-espaco-para-nova-bolsa-no-brasil.shtml>. Acesso em 17/06/2020.

2.1.1. Art. 15 - Pedido Subsidiário: Admissão de Associados em Autorregulação

Subsidiariamente, caso essa D. CVM opte pela autorregulação unificada, sugerimos que: (a) não haja distinção entre classes de participantes da entidade de autorregulação unificada, de forma a evitar qualquer tipo de captura dessa entidade; e (b) não haja qualquer requisito para admissão de participantes, de forma a coibir a imposição de barreiras de entradas a novos ingressantes.

Com relação à questão de distinção de participantes, entendemos, em princípio, que todo contratante dos serviços da entidade autorreguladora unificada seria um participante dessa entidade, devendo celebrar com essa entidade contrato de prestação de serviços. Nesse mesmo sentido, parece-nos importante não haver distinção entre classes de participantes com vistas a diferenciar o poder de ingerência de cada qual, em garantia de ambiente saudável e isonômico, onde os não existam participantes associados e participantes contratantes com essa entidade, nem diferentes níveis de poder de voto, sendo que a todos os participantes deveriam ser conferidos poderes isonômicos para ingerir nas atividades da entidade de autorregulação.

A esse respeito, cabe ainda o questionamento sobre a necessidade de haver entidades associadas a essa entidade autorreguladora, com respectivos mantenedores, ou de se ter uma autorreguladora completamente independente, com capital e patrimônio próprios, cuja receita adviria da prestação de serviços a outras IMFs. Nesse aspecto e considerando que o mercado brasileiro de IMFs tem se tornado mais diverso e plural, com o recente surgimento de novos mercados organizados e plataformas de investimento coletivo, parece-nos oportuno indicar a possibilidade de que as entidades associadas a esses sejam associações de classes de IMFs, como, *e.g.*, associação de mercados organizados, associação de *fintechs*, etc., cada qual com o mesmo peso nos votos relacionados a essa entidade de autorregulação.

Em linha com o acima exposto, seria ainda importante reavaliar a possibilidade de imposição de requisitos mínimos para a admissão de participantes. Isso porque, nos termos da Minuta A e das regras ora em vigor no Brasil aplicáveis a IMFs, a autorregulação é requisito necessário para a autorização de uma nova IMF, de forma que a imposição de requisitos mínimos poderia ser utilizada como barreira de entrada para novos ingressantes. Assim, entendemos que toda nova IMF deveria ser participante em potencial da autorregulação unificada, ainda que sujeita a suas regras e procedimentos. Não obstante, a entidade de autorregulação pode e deve estabelecer regras e procedimentos a seus participantes, zelando por seu cumprimento, o que parece ser mais adequado do que a simples imposição de requisitos de admissão.

Em vista dos nossos comentários, sugerimos os seguintes ajustes à Minuta B:

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto – MB
CAPÍTULO II –VÍNCULO COM ENTIDADE AUTORREGULADORA	“CAPÍTULO II –VÍNCULO COM ENTIDADE AUTORREGULADORA
Art. 4º O vínculo com a entidade autorreguladora de que trata o art. 3º pode se dar por meio:	Art. 4º O vínculo com a entidade autorreguladora de que trata o art. 3º deve <u>pode</u> se dar por meio:
I – da participação na entidade autorreguladora como associada; ou	I—da participação na entidade autorreguladora como associada; ou
II – da celebração de contrato regulando a prestação, pela entidade autorreguladora, de serviços relativos às atividades de regulação e supervisão previstas nesta Instrução.	II— da celebração de contrato regulando a prestação, pela entidade autorreguladora, de serviços relativos às atividades de regulação e supervisão previstas nesta Instrução.
Seção III – Fixação de requisitos mínimos para a admissão de participantes	Seção III – Fixação de requisitos mínimos <u>a serem observados pelos participantes</u> para a admissão de participantes
Art. 15. Compete à entidade autorreguladora estabelecer requisitos mínimos para a admissão de participantes pelas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro de forma a assegurar que:	Art. 15. Compete à entidade autorreguladora estabelecer requisitos mínimos <u>que deverão ser observados</u> para a admissão de participantes pelas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro <u>participantes</u> de forma a assegurar que:
I – reúnam condições técnicas e operacionais para atuar no mercado organizado ou perante as infraestruturas do mercado financeiro; e	I—reúnam condições técnicas e operacionais para atuar no mercado organizado ou perante as infraestruturas do mercado financeiro; e
II – adotem os procedimentos necessários para que a entidade autorreguladora possa exercer as atividades de supervisão previstas nesta Instrução.	II— adotem os procedimentos necessários para que a entidade autorreguladora possa exercer as atividades de supervisão previstas nesta Instrução.
(...)”	(...)”

2.1.2. Art. 6º. - Pedido Subsidiário: Isonomia entre Associadas da Entidade Autorreguladora

Eventualmente, caso essa D. CVM opte por permitir que os contratantes se associem à entidade autorreguladora na qualidade de associadas, realizando, para tanto, aportes de capitais na entidade, para que sejam mitigados os riscos de captura da entidade reguladora por qualquer associada, bem como garantida a isonomia entre os participantes, entendemos que deve ser fixado, independentemente do aporte de capital, que cada associada terá direito a um voto nas deliberações em Assembleia Geral, a fim de mitigar o risco de captura da entidade autorreguladora por qualquer associada, bem como a garantir a isonomia entre participantes.

Entretanto, reiteramos nossa sugestão de que somente associações de IMFs possam ser associadas à entidade autorreguladora, para que assim se possa conferir pesos iguais aos votos provenientes de diferentes nichos de mercado, a exemplo do modelo adotado pelo Banco Central com relação à regulamentação do *open banking*.⁸

Seguem, abaixo, nossas sugestões referentes aos pontos aqui expostos:

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto - MB
“Art. 6º (...)	“Art. 6º (...)
Parágrafo único. O estatuto deve dispor ainda sobre a proporção mínima e máxima do patrimônio da entidade autorreguladora de que as entidades associadas podem ser titulares, devendo a proporção máxima ser fixada conforme critérios de apuração da participação de mercado estabelecidos no estatuto.	Parágrafo único. §1º O estatuto deve dispor ainda sobre a proporção mínima e máxima do patrimônio da entidade autorreguladora de que as entidades associadas podem ser titulares, devendo a proporção máxima ser fixada conforme critérios de apuração da participação de mercado estabelecidos no estatuto.
	§2º <u>Independente do número de cotas dos quais as associadas sejam titulares, caberá a cada associada somente um direito de voto em toda e qualquer deliberação havida em assembleia geral.”</u>

⁸ O modelo de autorregulação para as instituições participantes proposto pelo BC para o *open banking* (após Consulta Pública nº 73/2019) confere força política equivalente aos participantes, independentemente do segmento ao qual pertençam (S1, S2, S3, ...).

2.1.3. Art. 21. e art. 27 - Pedido Subsidiário: Composição de Conselho de Administração

Considerando as premissas anteriores, quais sejam: (a) que haverá uma entidade de autorregulação unificada; (b) que todos os participantes ou suas associações terão isonomia nas deliberações, cabendo a cada qual um direito de voto, avaliamos oportuno submeter à apreciação desta D. CVM a possibilidade de que cada associada eleja membros no Conselho de Administração da entidade autorreguladora e também que sejam permitidos no Conselho de Administração membros vinculados às associadas.

Entendemos que, nesse cenário, a eleição de membros vinculados não ensejaria, necessariamente, conflito de interesse ou ausência de imparcialidade, mas que, contrariamente, poderiam trazer para discussão temas e aspectos que estejam em debate nas associadas ou novas situações que dependam de uma análise conjunta, enriquecendo o trabalho do Conselho de Administração.

Por esta razão sugerimos: (a) a exclusão do artigo 28 da Minuta B; e (b) alterações aos artigos 21 e 27 da Minuta B, conforme seguem:

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto - MB
Art. 21. Conselheiros de administração, diretores, funcionários ou prepostos de entidade administradora de mercado organizado ou de entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro não podem exercer função na entidade autorreguladora.	“Art. 21. <u>Observado o art. 27, I,</u> € conselheiros de administração, diretores, funcionários ou prepostos de entidade administradora de mercado organizado ou de entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro não podem exercer função na entidade autorreguladora.
(...)	(...)
Art. 27. O estatuto da entidade autorreguladora deve estabelecer regras relativas à composição e ao funcionamento do conselho de autorregulação, observado o seguinte:	Art. 27. O estatuto da entidade autorreguladora deve estabelecer regras relativas à composição e ao funcionamento do conselho de autorregulação, observado o seguinte:

I – o conselho de autorregulação deve ser composto apenas por conselheiros independentes, conforme definido no art. 28;	I – o conselho de autorregulação <u>pode ser composto por membros que mantenham vínculos com entidades administradoras de mercado organizado ou de entidades operadoras de infraestrutura de mercado financeiro</u> deve ser composto apenas por conselheiros independentes, conforme definido no art. 28;
(...)"	(...)"

2.1.4. Art. 7º Pedido Subsidiário: Contribuição / Pagamento de Serviços por Associadas

Consideramos, de forma reiterada, que os custos da autorregulação não se tornem barreiras de entrada de novos ingressantes no mercado de IMFs, e tampouco que configure prática desleal. Nesse contexto, sugerimos que os preços praticados pela entidade de autorregulação unificada sejam uniformes, tabelados e configurados por serviço prestado e que a entidade autorreguladora esteja proibida de realizar política de descontos em razão de volume com qualquer contratante.

De igual modo, destacamos a importância de não confundir contribuição de capital (para fins de associação) com preço pelo serviço pago, a fim de se dar primazia à isonomia entre os contratantes.

Pelo exposto, sugerimos os seguintes ajustes à Minuta B:

Texto Proposto – Audiência Pública	Texto Proposto - MB
“Art. 7º (...)	“Art. 7º (...)
§ 2º O valor pago em função dos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação de que trata o caput poderá ser:	§ 2º O valor pago em função dos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação de que trata o caput poderá ser:
I – abatido do valor a ser aportado pela entidade que pleiteia associação; ou	I – abatido do valor a ser aportado pela entidade que pleiteia associação; ou

<p>II – suplementado após a celebração do contrato previsto no inciso II do art. 4º, de modo a ressarcir a entidade autorreguladora de custos que pudessem ser alocados ao pleiteante desde o início da prestação de serviços se a contraprestação prevista no § 2º do art. 21 fosse conhecida desde então.</p>	<p>II —suplementado após a celebração do contrato previsto no inciso II do art. 4º, de modo a ressarcir a entidade autorreguladora de custos que pudessem ser alocados ao pleiteante desde o início da prestação de serviços se a contraprestação prevista no § 2º do art. 21 fosse conhecida desde então.</p>
<p>(...)</p>	<p>(...)</p>
<p>--</p>	<p><u>§5º Os preços praticados pela entidade autorreguladora deverão ser tabelados, uniformes e configurados por serviço prestado, sendo vedada a prática de política de desconto ou de estabelecimento de preço diferenciado pela entidade autorreguladora a qualquer participante e em razão de qualquer motivo.”</u></p>

2.2. Pedido Alternativo: Autorregulação Unificada por Setor

Alternativamente ao modelo de autorregulação unificada, sugerimos um modelo de autorregulação fragmentada por setor, ou seja, um modelo em que haja entidades de autorregulação unificada de acordo com o tipo de atividade realizada e/ou de autorização de IMFs. Ou seja, ao invés de termos um modelo com somente uma entidade autorreguladora, compreendendo todos os mercados e suas nuances, teríamos um modelo com diversas entidades reguladoras por nicho de mercado, havendo, *e.g.*, uma autorregulação para bolsas, uma para mercado de balcão, uma para entidades registradoras, uma para plataformas de investimento participativo, etc.

Nesse modelo, sugerimos ainda a possibilidade de que a atividade de autorregulação seja realizada pelas associações hoje já existentes, às quais caberia a obrigação de se organizarem para poderem atender a todos os preceitos da autorregulação preconizados por essa D. CVM, dentro de um prazo razoável. A autorregulação de cada mercado específico seria otimizada, tornando-se mais eficiente do que atribuir essa regulação a um grande órgão regulador.

2.3. Volume Mínimo para Impor a Autorregulação

Paralelamente e independentemente dos pedidos relacionados à autorregulação, parece-nos crucial que essa D. CVM estabeleça um valor ou montante mínimo de operações para que as IMFs estejam obrigadas a realizar autorregulação ou se afiliar à entidade de autorregulação. Isso pois, além da possibilidade de a autorregulação poder configurar barreira de entrada a novas IMFs no mercado, não haveria riscos operacionais, regulatórios ou de qualquer natureza relevantes em um estágio inicial de uma IMF que dependeriam, de alguma forma, da atividade de autorregulação.

Sugerimos que, assim como acertadamente foi permitido por parte dessa D. CVM à CETIP S.A, o estabelecimento posterior de uma autorregulação a suas operações, seja tal procedimento estendido às demais novas IMFs, quando estas atingirem certo grau de maturidades, representando um importante passo em prol de um mercado mais diverso e plural, contribuindo enormemente para o advento de novas IMFs no mercado brasileiro.

* * * * *

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e profunda consideração, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

MERCADO BITCOIN SERVIÇOS DIGITAIS LTDA