

São Paulo, 25 de junho de 2020.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901

At.: Sr. Marcelo Barbosa

Sr. Antonio Carlos Berwanger

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19 de 27 de dezembro de 2019 (“Edital”)**

Prezados Senhores,

1. A **ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CRIPTOECONOMIA – ABCRIPTO**, associação privada, com sede na Rua Ramos Batista, nº 444, 7º Andar, Vila Olímpia, CEP 04552-020, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo (“ABCripto”), vem, por meio desta, apresentar seus comentários ao Edital que traz, como anexo, as minutas de Instrução que dispõem sobre: (i) o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a organização, funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organizado entre outras provisões (“Minuta A”); (ii) 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”); e (iii) 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”) (“Minuta C”).

2. A fim de facilitar a leitura, tecemos nossos comentários à Minuta A e à Minuta B, organizando, ainda, os comentários em subtópicos; não realizamos comentários à Minuta C. Com relação à interpretação das sugestões de redação, evidenciamos em verde sublinhado todas as sugestões de inclusão de termos e em ~~vermelho tachado~~ todas as sugestões de exclusão de termos.

I. Comentários à Minuta A

I.1. Inclusão do conceito de mercados regulamentados

3. Sugerimos (conforme redação abaixo) o retorno do conceito de mercado regulamentado então existente na Instrução nº 461, de 23 de outubro de 2007 (conforme alterada, “Instrução 461”), a fim de viabilizar o surgimento de outras IMFs que não sejam constituídas 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.

“Art. 2º (...)

I – mercados regulamentados de valores mobiliários: compreende os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados, bem como os mercados e plataformas de negociação que vierem a ser definidas como tal pela regulamentação específica;

(...)

CAPÍTULO II – MERCADOS REGULAMENTADOS ~~DE BALCÃO NÃO ORGANIZADO~~

Seção I

Abrangência

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.

Seção II

Mercado de Balcão Não Organizado

Art. ~~3º~~ 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado (...)”

4. Como é de conhecimento desta D. CVM, no mercado financeiro e de capitais atual, há, interna e 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.

5. Nesse contexto, não somente surgiram novas IMFs para desempenhar atividades que se tornaram essenciais ao próprio funcionamento, estabilidade e higidez 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 suficiente para recepcionar novas formas de IMFs. Assim, sugerimos a reintegração do conceito de mercados regulamentados, a fim de possibilitar o surgimento de novas formas de IMFs sob a competência da CVM.

6. Considerando a construção então existente das IMFs no Brasil¹, parece-nos apropriado organizar as IMFs da seguinte forma:

Negociação	Pós-Negociação	
Mercados Regulamentados	Movimentação de Recursos	Movimentação de Ativos / Publicidade
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bolsa ▪ Balcão Organizado ▪ Balcão Não Organizado 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sistemas/Câmaras de Compensação e Liquidação ▪ Contrapartes Centrais Garantidoras 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Centrais Depositárias ▪ Entidades Registradoras

7. À luz do acima exposto, entendemos que a reinserção do conceito de mercado regulamentado possibilitaria a inclusão 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.

8. A esse respeito, 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*),

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.

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.

9. Em consonância com esse conceito, 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.

10. A mesma situação pode ser observada 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.

11. Assim, 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 atividades prestadas. Parece-nos, portanto, salutar e necessária a regulação de novas plataformas de negociação, em vista, especialmente, do cenário

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

cada vez mais diverso propiciado por plataformas de investimento participativo (*crowdfunding*) e plataformas de negociação de criptoativos no mercado brasileiro³.

12. No mais, 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.

13. Por fim, 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”*.

I.2. Entidades Registradoras

14. De acordo com a IOSCO, podemos classificar as IMFs em cinco principais tipos: sistemas de pagamentos, centrais depositárias, sistema de liquidação e compensação de valores mobiliários, contrapartes centrais garantidoras e entidades registradoras. Essa classificação, inclusive, em muito se assemelha à organização proposta no item 6 (acima), ficando claro, pois, que as atividades atinentes a mercado organizado se diferem daquelas atinentes ao registro de operações (*trade repository*), tratando-se, o primeiro, de ambiente no qual ocorrem negociações de ativos (valores mobiliários) e o último de entidade responsável pelo registro de operações e por respectiva publicidade, observadas as regras de sigilo de dados.

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.

15. Tal confusão de conceitos pode ser denotada, inclusive, na legislação pátria, 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, 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.

16. É claro, assim, que, em um ambiente monopolista ou oligopolista, 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.

17. Cumpre destacar também que as entidades registradoras 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

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.

transparência, como também para garantir a estabilidade e a higidez do próprio mercado.⁵

18. Entendemos, também, importante 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.

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

20. Em vista dos nossos comentários acima, sugerimos as seguintes alterações à redação da Minuta A, que visam a endereçar, de forma genérica e principiológica, regras relacionadas à atividade de registro⁶:

“Subseção II – Sistema de registro

Art. 103. O sistema de registro deve ser administrado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos de Instrução específica.

~~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.~~

Art. 104. O sistema de registro compreende as seguintes atividades:

I – a forma e os procedimentos para o registro de informações;

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

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.

II – as regras destinadas a que os participantes zelem pela veracidade das informações e mantenham os registros devidamente atualizados;

III – os procedimentos que visam à qualidade das informações registradas pelos participantes;

IV – os procedimentos relacionados à conciliação, quando aplicáveis; e

V – os mecanismos e salvaguardas adotados pelo sistema para administração do risco operacional;

VI – os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos registrados; e

VII – o rol de ativos elegíveis para registro pelo sistema.

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.

~~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.~~

Art. 105. O sistema de registro deve adotar e implementar:

I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e

II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.

§ 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem:

I – ser escritos; e

II – ser passíveis de verificação.

Seção III – Organização dos mercados de balcão organizado

Art. 106~~5~~. (...)

Art. 107~~6~~. (...)

Art. 108~~7~~. (...)

Art. 109~~8~~. (...)

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.

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.”

II. Comentários à Minuta B

21. Conforme comentado 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, reduzindo, logo de início, custos dessas IMFs relacionados com o estabelecimento e construção de uma estrutura de autorregulação.

22. A nosso ver, a iniciativa dessa D. CVM em permitir e viabilizar a fragmentação do mercado de valores mobiliários é bastante positiva, trazendo diversos benefícios ao mercado e seus agentes, permitindo, através da concorrência, a redução de custos aos agentes que atuam nesses mercados, bem como aos comitentes. Inclusive, essa iniciativa está alinhada com movimentos que já ocorreram nos mercados norte-americano e europeu, de cujas fontes podemos nos utilizar.

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

II.1. Exclusão da Autorregulação Unificada

24. Como é de conhecimento dessa D. CVM, a despeito de todos os esforços deste regulador, 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. 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.

25. Não obstante, ressaltamos 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.

26. Da mesma forma, 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

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.

estabelecidos e com a maior parte (ou totalidade) do *market share* do mercado, o que pode ser bastante deletério.

27. Pelo exposto, 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 consequente adequação da redação da Minuta B para essa finalidade (ajustes globais).

28. Alternativamente, 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.

II.1.1. Pedido Subsidiário: Admissão de Associados em Autorregulação

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

30. Com relação à questão de distinção de participantes, parece-nos adequado entender, 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, entendemos importante não haver distinção entre classes de participantes com vistas a diferenciar o poder de ingerência de cada qual; em outras palavras, a fim de se propiciar um ambiente saudável e isonômico, entendemos que não deveria haver 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.

31. 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 independentes, 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.

32. 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.

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

“CAPÍTULO II –VÍNCULO COM ENTIDADE AUTORREGULADORA

Art. 4º O vínculo com a entidade autorreguladora de que trata o art. 3º

~~deve~~pode se dar por meio:

~~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.

Seção III – Fixação de requisitos mínimos a serem observados pelos participantes ~~para a admissão de participantes~~

Art. 15. Compete à entidade autorreguladora estabelecer requisitos mínimos ~~que deverão ser observados para a admissão de participantes~~ pelas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro ~~participantes~~ de forma a assegurar que:

~~I — reúnam condições técnicas e operacionais para atuar no mercado organizado ou perante as infraestruturas do mercado financeiro;~~

~~II — adotem os procedimentos necessários para que a entidade autorreguladora possa exercer as atividades de supervisão previstas nesta Instrução.~~

(...)”

II.1.2. Pedido Subsidiário: Isonomia entre Associadas da Entidade Autorreguladora

34. 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, entendemos que importante a fixação de que, independentemente do aporte de capital, 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.

35. Adicionalmente, reiteramos aqui nossa sugestão de que somente associações de IMFs possam ser associadas à entidade autorreguladora, a fim de conferir pesos iguais aos votos de nichos diferentes de mercado. Esse modelo, inclusive, vem sendo adotado com sucesso pelo BC com relação à regulamentação do *open banking*.⁸

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

“Art. 6º (...)

~~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.

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, ...).

§2º Independentemente 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.”

II.1.3. Pedido Subsidiário: Composição de Conselho de Administração

37. Considerando as premissas anteriores, quais sejam: (i) que haverá uma entidade de autorregulação unificada; (ii) 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 ou, então, que sejam permitidos no Conselho de Administração membros vinculados às associadas.

38. 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.

39. Dessa forma sugerimos: (i) a exclusão do artigo 28 da Minuta B; e (ii) alterações aos artigos 21 e 27 da Minuta B, conforme seguem:

“Art. 21. Observado o art. 27, I, ~~€~~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:

I – o conselho de autorregulação pode ser composto por membros que mantenham vínculos com entidades administradoras de mercado organizado ou de entidades operadoras de infraestrutura de mercado

~~financeiro deve ser composto apenas por conselheiros independentes, conforme definido no art. 28;~~
(...)”

II.1.4. Pedido Subsidiário: Contribuição / Pagamento de Serviços por Associadas

40. Com relação ao preço dos serviços a ser praticado pela entidade de autorregulação unificada, lembramos, mais uma vez, que o estabelecimento de preços não pode configurar barreira de entrada a novos ingressantes no mercado de IMFs, nem configurar prática desleal. Nesse contexto, é também importante que os preços 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.

41. Igualmente, cumpre destacar 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.

42. Em vista do exposto, sugerimos os seguintes ajustes à Minuta B:

“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:

~~I—abatido do valor a ser aportado pela entidade que pleiteia associação; ou~~

~~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.~~

(...)

§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.”

II.2. Pedido Alternativo: Autorregulação Unificada por Setor

43. 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.

44. 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.

II.3. Volume Mínimo para Impor a Autorregulação

45. Concomitante e independentemente dos pedidos relacionados à autorregulação, parece-nos essencial 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 porque, 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.

46. Assim, nossa sugestão é de que cada IMF atinja um certo grau de maturidade em suas operações antes de ser obrigada a desenvolver ou contratar a autorregulação. A nosso ver, esse ponto tem representado hoje uma das grandes problemáticas de novas IMFs e, portanto, uma importante barreira de entrada e sua postergação e atrelação a determinados volumes representaria importante passo em prol de um mercado mais

diverso e plural, contribuindo enormemente para o advento de novas IMFs no mercado brasileiro⁹.

47. De forma a respaldar esse pedido, destacamos que foi outorgada essa possibilidade à CETIP S.A., que somente após algum tempo passou a ter a obrigação de estabelecer uma autorregulação a suas operações, sendo essa opção, a nosso ver, muito acertada e correta por parte dessa D. CVM.

* * * * *

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

Atenciosamente,

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CRIPTOECONOMIA – ABCRIPTO

⁹ A esse respeito, destacamos que a regulamentação do Banco Central do Brasil prevê, para as Instituições de Pagamentos, o atingimento de um volume mínimo para acionar a obrigação de solicitar uma autorização específica de funcionamento ao Banco Central.