



ILUSTRÍSSIMO SENHOR PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ILUSTRÍSSIMO SENHOR SUPERINTENDENTE DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

Audiência Pública 09/2019

Assunto: Proposta de Revisão das Instruções número 461 e 505 da Comissão de Valores Mobiliários – **CVM (ICVM 461/2007 e ICVM 505/2011)**, instruções 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**).

BBCE – Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia, sociedade anônima brasileira de capital fechado, administradora de Balcão Organizado aprovada pela Comissão de Valore Mobiliários, inscrita no CNPJ do Ministério da Fazenda sob o número 13.944.545/0001-06, com sede na Avenida São Gabriel, número 477, 2º andar, Itaim, São Paulo – SP, vem, por seu advogado, ambos abaixo assinados, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 9/2019, manifestar-se conforme segue:

Introdução

Trata-se de proposta que, principalmente, tem o escopo de alterar a ICVM 461, e também propõe alterações na ICVM 505. São apresentadas as Minutas “A” e “B” que tratam, respectivamente, do funcionamento dos mercados regulamentados e da constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado, e da disposição para criação de uma autorregulação unificada.



Por fim, a proposta apresenta a Minuta “C” que tem seu escopo principal nas adequações da ICVM 505, por dispor sobre a execução de ordens no interesse do cliente em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*).

A origem da proposta se deu ainda em 2012, com o objetivo de avaliar o papel da regulação em um mercado de maior competitividade entre Bolsas, isto é, ocorrendo a fragmentação dos prestadores de serviço de mercado organizado.

Aliada à iniciativa desta Autarquia sobre uma análise preditiva sobre um mercado fragmentado, adicione-se consultas recebidas pela CVM do interesse de administradores de mercado que atuam no exterior.

Com fundamento em estudo elaborado pela **Oxera Consulting Ltda.** (Oxera) para o caso brasileiro foram levantados os seguintes itens:

“(...) (a) os custos de regulação de um mercado fragmentado tendem a ser maiores, considerando tudo mais constante; (b) visando à eficiência dos mercados, as mudanças em direção à nova estrutura regulatória podem e devem ser desenhadas antes da entrada concreta de um concorrente, ainda que as novas regras não venham a ser implementadas até a efetiva mudança; e (c) em um ambiente de concorrência, a supervisão do mercado não deve ser feita por uma das entidades prestadoras de serviços de negociação, e sim por um ente separado – tendo como base a experiência da Austrália, a Oxera sugeriu a transferência de algumas atividades para o órgão regulador, embora reconhecesse a existência de outros modelos. (...)”¹

Após o estudo acima, a CVM abriu Audiência Pública sobre o tema², colhendo mais três preocupações do mercado brasileiro:

*“(...) (i) melhor execução no interesse dos clientes (*best execution*); (ii) consolidação de dados; e (iii) modelo de supervisão e autorregulação. (...)”³*

Como bem frisou o Edital de Convocação para a presente Audiência Pública, o principal tema, inclusive que foi objeto de

¹ Edital de Convocação da Audiência Pública SDM 9/2019.

² Audiência Pública SDM n° 5/2013.

³ Edital de Convocação da Audiência Pública SDM 9/2019.



manifestação da CVM anteriormente à convocação da Audiência Pública, foi a revisão sobre supervisão e regulação unificada.

Destacou, ainda, no Edital de convocação da presente Audiência Pública, que o mercado se manifestou, em sua maioria, favoravelmente a Autorregulação unificada em caso de concorrência de bolsas no Brasil⁴.

A conclusão obtida na Audiência Pública de 2013, descreveu:

“(...) unificação da atividade de autorregulação poderia trazer ganhos para o mercado na medida em que (i) reduziria custos de observância para os participantes do mercado, (ii) evitaria a duplicação de estruturas nas entidades administradoras, (iii) aumentaria a abrangência da autorregulação (que passaria a ter competência sobre todas as operações realizadas), e (iv) permitiria a harmonização de procedimentos, quando necessário ou desejável. O relatório também indicou que determinados princípios que deveriam nortear a autorregulação poderiam aprimorar a atividade de autorregulação independentemente da existência de concorrência no mercado. Por essa razão, propôs que fosse iniciado processo de alteração normativa em que a ampliação da competência da autorregulação unificada deveria ser avaliada, uma vez que a atuação da autorregulação sobre as atividades de pós-negociação poderia ser essencial em ambientes de concorrência. (...)”⁵.

Com esta breve introdução do tema, a CVM propõe na sequência consultas específicas sobre os temas abordados pelas Minutas “A”, “B” e “C”.

Desta forma, seguiremos item a item respondendo os temas de interesse da BBCE.

MINUTA “A”

1. Sincronização de relógios (artigos 17 e 57)

Questiona a CVM:

⁴ Manifestações colhidas na oportunidade da realização da Audiência Pública 5/2013.

⁵ Edital de Convocação da Audiência Pública SDM 9/2019.



“(...) A CVM gostaria de receber comentários do mercado sobre a opção de não estabelecer o nível de precisão dos registros, bem como sobre a existência de algum inconveniente na adoção do padrão UTC para registro de negócios e eventos no mercado de valores mobiliários brasileiro, com a indicação, em caso positivo, sobre quais seriam os inconvenientes, bem como eventuais soluções alternativas.(...)”

A utilização do padrão UTC, em nossa opinião não causa qualquer prejuízo ou inconveniente para o mercado administrado pela BBCE.

Contudo, conforme se observa no parágrafo 2º, do artigo 17, da Minuta “A”, o tema fica excetuado para administradores que realizam apenas registro, vejamos:

Art. 17. A entidade administradora de mercado organizado deve, para fins de registro das operações realizadas nos ambientes e sistemas por ela administrados, bem como de quaisquer eventos cujos históricos devam ser mantidos, sincronizar os relógios utilizados adotando o padrão UTC – Tempo Universal Coordenado. § 1º A acurácia e precisão das marcações realizadas devem ser as suficientes para permitir a reconstrução de eventos passados para fins de monitoramento e supervisão das operações realizadas, considerando as características do mercado administrado. **§ 2º As entidades administradoras de mercado organizado que funcionem exclusivamente sob a forma de registro de operações previamente realizadas estão dispensadas da adoção do padrão disposto no caput.**

Entende-se que a exclusão prescrita pelo parágrafo 2º é prejudicial, pois, por exemplo, em ambientes que coexistam duas entidades administradoras, em que uma administradora possui apenas registro e a outra administradora possua registro e negociação, poderá existir risco de informações conflitantes.

Pois, em uma situação desta, poderemos obter condições artificiais de preço, assimetria de informações, conflito de interesses, entre outros milhares de problemas oriundos de informações conflitantes.

Ademais, uma entidade que possua os dois tipos de registro deveria observar a prescrição do *caput*, do artigo 17, da minuta “A”, tanto para registros de operações previamente realizadas e operações realizadas em “tela”, ao passo que administradores de mercado organizado sobre o mesmo valor mobiliário, porém que atuem exclusivamente com registro de operações previamente realizadas, não seguirão o padrão UTC.



Imaginando que a autorregulação será única, qual padrão deveria ser observado na supervisão e monitoramento?

Portanto, em nossa opinião, salvo melhor juízo, a padronização deveria atingir todos os administradores de mercado organizado, sob pena de se criar condições artificiais de formação de preço sobre o mesmo valor mobiliário, dificultando, sobremaneira a supervisão e monitoramento de mercado. Não havendo, em nosso ver, qualquer prejuízo na padronização para administradores de mercado organizado seja qual for o produto fornecido.

2. Informações de divulgação pública e gratuita (artigos 38 a 41)

Questiona a CVM:

“(...) Considerando a necessidade dos dados regulatórios no contexto atual, a minuta propõe que a divulgação de informações deve se dar de forma organizada, gratuita e com fácil acesso, bem como estabelece período mínimo para a permanência dessas informações à disposição do público. Dada a relevância do tema da divulgação de informações e dos diferentes interesses envolvidos, a CVM está especialmente interessada em receber comentários do mercado quanto à abordagem proposta e se os períodos mencionados no § 2º do art. 38 da Minuta A estão adequados aos fins a que se destinam. (...)”

Sobre a extensa documentação solicitada pelos artigos 38 a 41 da Minuta “A” a BBCE se posiciona contrariamente, conforme descrevemos abaixo.

Inicialmente o parágrafo 2º, inciso I, artigo 38, nos parece um prazo excessivo, ainda mais para um Balcão Organizado, vejamos:

“(...) §2º A entidade administradora de mercado organizado deve manter disponíveis ao público: I – as informações mencionadas no inciso V por no mínimo 18 (dezoito) meses; e II – as informações mencionadas nos incisos I, VI e VII pelo prazo de 5 (cinco) anos. (...)”

Quanto aos incisos mencionados, vejamos:

(...) I – cópia dos seguintes documentos e de suas alterações: a) estatuto social; b) regras relativas às hipóteses, prazos e efeitos da interposição de recursos ao conselho de administração; c) regimento interno do comitê de auditoria; d) normas relativas ao funcionamento do conselho de administração, caso não previstas no estatuto social; e) normas de



conduta; e f) atos normativos, resoluções e deliberações relativas aos mercados organizados de valores mobiliários. (...)”

“(...) V – até o final do dia em que ocorra funcionamento do mercado, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de ajuste e de fechamento, oscilação, bem como as quantidades negociadas ou registradas, o número de negócios e o volume financeiro. (...)”

“(...) VI – anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação, previamente à sua realização; e (...)”

(...) VII – decisão de suspensão das atividades de participante. (...)”

i. Estatuto, Normas e Regras revogadas – Inciso I

A manutenção de informações societárias que não são válidas, como por exemplo, Estatuto Social revistos, ou então, regimentos, regras e normas revogadas, diante da redação do parágrafo 2º deverão ficar disponíveis por 5 (cinco) anos. O que, salvo melhor juízo, não possuiria nenhuma relevância para o mercado.

Melhor seria que a prescrição delimitasse quais as versões e por qual tempo após a revisão deveriam ficar disponíveis ao público e caso ocorra a necessidade o participante deverá solicitar a versão do documento de seu interesse para compartilhamento, devendo, no entanto, manter disponível para o público todos os documentos previstos no inciso I em sua última versão.

ii. Anúncio de Procedimentos Especiais – Inciso VI

O prazo de 5 (cinco) anos para manter anúncios de procedimentos especiais é extremamente extenso, devendo ser de 24 (vinte e quatro) meses após a sua conclusão ou liquidação, não havendo necessidade de mantê-lo disponível por prazo que extrapola a razoabilidade do dinamismo e atualização das operações.

iii. Suspensão de Participante – Inciso VII



Sobre o prazo de 5 (cinco) anos para manter a decisão de suspensão do participante a regra fere o direito ao esquecimento, pois, o prazo da informação deverá ser mantido enquanto perdurar a penalidade, sob pena de ferir o princípio Constitucional da dignidade da pessoa humana.

Sobre este prazo, lembrem-se que em matéria penal o culpado, após a sua reabilitação, não terá lançado o seu nome nos livros ou em folha de antecedentes criminais, ou seja, a regra que mantém lançado o nome do participante suspenso após a sua reabilitação e, portanto, extrapola o cumprimento da pena imposta, é inconstitucional.

iv. Informações diárias – Inciso V

Parece-nos que a manutenção das informações diárias pelo período de 18 meses é exagerada.

Como se sabe tais informações são utilizadas, atualmente, em tempo quase real, o seu histórico, para efeitos práticos, pouco contribui para as decisões futuras, assim, a manutenção de informações para o público por prazo de 18 (dezoito) meses após o fechamento não terá efeitos práticos. Contudo, de todos os requisitos previstos no parágrafo 2º é o que causa menor dificuldade e prejuízo para um administrador de mercado organizado.

Conclusões sobre Divulgação de Informações

O tema já é abordado na ICVM 461, no entanto, a proposta de minuta “A”, esclareceu diversas dúvidas, bem como apresentou rol de documentos a serem divulgados pelo administrador de mercado organizado.

Neste sentido, assim como a ICVM 461, a proposta de minuta “A” permite que a CVM, diante da realidade da entidade administradora, poderá diferir ou agrupar algumas informações, portanto, entendemos que o artigo 39, respeita a individualidade de cada administrador de mercado, preocupando-nos apenas os critérios na análise dos pedidos.

3. Revisões necessárias a Minuta “A”



O artigo 7º⁶ prescreve que serão mercados organizados os segmentos de listagem e negociação, não mencionando o registro. O registro na proposta só será mencionado a partir do artigo 99, portanto, deveria ser incluído como segmento dos mercados organizados o registro já no artigo 7º.

O inciso V, do artigo 57⁷, prescreve como condição obrigatória para admissão do participante à entidade administradora de mercado a adesão ao mecanismo de ressarcimento, no entanto, segundo o artigo 108⁸, a adesão em mercado de Balcão é optativa. Assim, melhor seria trazer a exceção no próprio inciso V, do artigo 57.

Um dos pontos relevantes e que não ficou claro na proposta é a vedação estabelecida pelo artigo 96, parágrafo único⁹, pois, salvo melhor juízo, ficou vedado ao Balcão com liquidação bilateral a contratação de formador de mercado.

Seria importante, neste item, permitir que Balcão com liquidações bilaterais contratem participantes como formadores de mercado. Devendo, sem dúvida, esse tipo de contrato ser previsto no Regulamento e Manual de Normas, bem como prever regras objetivas de penalidade para o contratado que não cumprir as obrigações previstas.

Assim, sugerimos a revisão do artigo para permitir que mercados organizados de Balcão, com liquidação bilateral possam contratar

⁶ Art. 7º Os mercados organizados de valores mobiliários podem ser subdivididos em segmentos de listagem e de negociação, 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.

⁷ Art. 57. O regulamento da entidade administradora de mercado organizado relativo à admissão e manutenção de participante deve dispor, no mínimo, sobre: (...) V – necessidade de adesão ao regulamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos administrado pela entidade responsável pela autorregulação unificada; e (...)

⁸ Art. 108. Não é obrigatória a adesão, em mercado de balcão organizado, ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos administrado pela entidade responsável pela autorregulação unificada.

⁹ Art. 96. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; (...). Parágrafo único. As operações realizadas com a utilização das formas mencionadas nos incisos I e II do caput serão necessariamente compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.



formador de mercado, desde que preenchidos requisitos formais e materiais previstos em norma.

4. Demais itens da Minuta “A”

Sobre os demais itens da proposta da Minuta “A”, entendemos que não merecem qualquer comentário, ao contrário, sobre a proposta apresentada para regulação de entidades administradoras de Balcão o texto ficou mais claro e preciso, dando maior compreensão sobre as expectativas da CVM e maior previsibilidade para as novas iniciativas.

Portanto, não há qualquer comentário que possa agregar na evolução regulatória.

MINUTA “B”

A Minuta “B” é a que mais demandou reflexões do nosso lado, pois afeta diretamente a nossa atividade.

Se, por um lado, como mencionado pela Oxera, item “c”, a autorregulação num ambiente competitivo deve ser feita por um ente separado dos administradores de mercado, por outro lado não existe hoje no Brasil nenhuma entidade que atue de forma totalmente independente em todos os aspectos, inclusive econômico, de um administrador de mercado, mesmo no caso onde a atividade é exercida por outra sociedade.

Além da necessária independência, a existência de um autorregulador único pressupõe também que existam conhecimento e expertise suficientes para avaliar e julgar os casos de todos os mercados organizados. Indo além, como se trata de autorregulação, é fundamental que todos os participantes, de todos os mercados autorregulados, estejam adequadamente representados e de forma equânime.

A independência, a expertise e a adequada representatividade são aspectos fundamentais para que uma autorregulação única saia da teoria para a prática e, no caso brasileiro, estes aspectos se tornam mais complexos dada a variedade de mercados e valores mobiliários que são negociados e registrados. Talvez por isto a própria Oxera tenha reconhecido a “*existência de outros modelos*”.



Com base na realidade brasileira serão respondidas as questões postas pela CVM.

1. Vinculação à Entidade Autorreguladora

Questiona a CVM:

“Não obstante essas vantagens, a CVM reconhece que a autorregulação unificada pode impor custos às entidades que deverão obrigatoriamente adotar o modelo, custos esses que estão associados principalmente ao processo de associação ou contratação, conforme o caso. Em consequência, a CVM gostaria de receber comentários especialmente em relação aos seguintes aspectos:

a) o modelo de vinculação proposto na norma é adequado ou não, e por quê? Que alternativas deveriam ser consideradas?

b) a submissão à autorregulação unificada deve se aplicar de forma obrigatória a todas as entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado? Ou, considerando o papel desempenhado pela autorregulação unificada em ambiente de fragmentação de liquidez e de dados, a submissão obrigatória deveria se aplicar somente às entidades administradoras de mercado de bolsa e às entidades que administrem de mercado de balcão organizado que admitam à negociação valores mobiliários negociados em mercado de bolsa?”

Em nosso entendimento, a proposta de contratação pela prestação do serviço é a única que teria cabimento em uma eventual unificação de Autorregulação.

Veja, a proposta em possuir autorregulador único, sem dúvida, facilita a compreensão das regras de autorregulação pelos múltiplos investidores. Porém, a participação de um administrador de mercado organizado, por meio de associação, em uma empresa responsável pela Autorregulação de todo o mercado contraria a lógica de um mercado segmentado onde a Autorregulação não pode ser barreira de entrada para concorrência.

Como exemplo, se o modelo de vinculação for através de associação, existirá conflito de interesses destes associados com eventual concorrente, principalmente em mercados onde exista poucos administradores de mercado e com elevado poder econômico.

A possibilidade de vinculação de administradora de mercado organizado à entidade autorreguladora por meio de associação inviabiliza de maneira certa qualquer independência e autonomia, fundamentais para que exista um mercado fragmentado e concorrencial.



Portanto, entendemos que a vinculação à entidade autorreguladora deveria ser exclusivamente por meio de contrato de prestação de serviços, não existindo qualquer possibilidade dos administradores de mercado organizado em participar, ainda que indiretamente, da governança da entidade autorreguladora.

Neste sentido, a entidade de autorregulação deveria se manter equidistante de todos os administradores de mercado organizado, não devendo existir qualquer executivo com menos de 1 (um) ano de quarentena entre o seu cargo em administradores de mercado organizado e eventual cargo na entidade de autorregulação, além, é claro, de regras exaustivas sobre gestão da entidade autorreguladora. Além disto, é fundamental que qualquer executivo que venha a exercer um cargo na entidade autorreguladora não possua diretamente ou indiretamente ações de qualquer administrador de mercado bem como não as adquira enquanto estiver exercendo tal atividade.

Pela mesma razão, o executivo que for desligado ou se desligar da entidade de autorregulação não deveria exercer nenhum cargo em administrador de mercado organizado também pelo prazo mínimo de 1 (um) ano.

Além disso, importante tema que foi excluído do debate, porém que faz enorme diferença, é o abuso do poder econômico que as entidades administradoras vinculadas por associação ao autorregulador poderão exercer. Assim, a entidade autorreguladora deveria obedecer a critérios objetivos e cogentes da CVM para estabelecer o preço do serviço prestado, reforçando-se que devem ser levados em consideração a natureza, os diferentes tamanhos e as complexidades dos mercados a serem autorregulados.

Sobre o item “b”, entendemos que a unificação deveria ser optativa ao administrador de mercado organizado, pelos motivos expostos no item “a”. Caso esta prerrogativa não seja aceita pela CVM, porém, entendemos que a obrigatoriedade de adesão à autorregulação unificada deveria levar em consideração alguns fatores. Primeiro, as diferenças entre os mercados de balcão e de bolsa, e o potencial de arbitragem regulatória em um e outro mercado. Em segundo lugar, tal adesão deve ponderar, dentre outros fatores, os volumes transacionados e a natureza dos produtos negociados.

2. Escopo da Autorregulação



Questiona a CVM:

2. Em relação ao tema, a CVM gostaria de receber comentários sobre a adequação do escopo de atividades atribuído à autorregulação unificada e se há atividades que deveriam ser excluídas ou incluídas na norma, com a indicação do motivo para a exclusão ou inclusão.

Sobre o tema não possuímos qualquer inclusão ou exclusão.

3. Governança

Questiona a CVM:

3. Em relação à governança do autorregulador unificado a CVM gostaria de obter comentários especialmente a respeito dos seguintes assuntos:

a) o autorregulador deveria contar com um conselho fiscal com obrigatória participação de membro indicado pelas entidades contratantes, com competência, por exemplo, para examinar os balancetes e as demonstrações financeiras, os relatórios dos auditores independentes, supervisionar as práticas contábeis; e monitorar a gestão de riscos e controles internos do autorregulador unificado?

b) a proposta de um conselho de autorregulação formado somente por membros independentes é adequada considerando a atribuições desse órgão de supervisionar o plano de trabalho do autorregulador unificado e de julgar os processos instaurados?

Como mencionado no item 1, entendemos que qualquer participação dos administradores de mercado organizado na governança da entidade será prejudicial ao desenvolvimento do mercado.

Sobre a constituição de um Conselho Fiscal é uma prerrogativa de qualquer empresa, e achamos que isto pode ser um instrumento auxiliar na governança.

Entendemos que o Conselho de Autorregulação desta entidade deve representar todos os participantes dos mercados por ela regulados, de forma equânime, sem privilégio a nenhum setor específico independentemente da sua representatividade.

Neste ponto, aproveitamos para reforçar a colocação que fizemos acima, sobre a necessária expertise para julgar os casos. O desafio de uma autorregulação é conseguir julgar sob um único princípio e num mesmo



Conselho casos dos mercados de derivativos de Dólar ou de ações e do mercado de derivativos de energia elétrica, ou de gás, quando este mercado existir. Não nos parece razoável que todos os casos sejam submetidos a um grupo de pessoas que não conhecem todos os mercados.

Acreditamos que a pluralidade de competências e especialistas no Conselho de Autorregulação e na própria entidade de autorregulação é essencial para o bom funcionamento da entidade.

Por estes motivos apresentados não vemos como adequada a participação apenas de membros independentes no seu Conselho.

4. MRP

4. No âmbito dessas discussões será realizado o necessário estudo de impacto para analisar a viabilidade e conveniência de alterar o funcionamento do MRP. Não obstante, e sem prejuízo do recebimento de outras sugestões para o aperfeiçoamento do MRP, a CVM tem especial interesse de receber comentários do mercado sobre a conveniência de alterar do regulamento do MRP no seguinte sentido: a) fixação de valor de ressarcimento idêntico ao ressarcido pelo Fundo Garantidor de Créditos, a despeito da natureza distinta desses mecanismos; b) ampliação das hipóteses de ressarcimento em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil, considerando o saldo em conta corrente independentemente de sua origem; e c) adequação do critério de correção constante do regulamento do MRP e fixação do termo inicial da correção como sendo a data da ocorrência do prejuízo a ser indenizado.

A BBCE não possui acréscimos a proposta.

5. Cronograma de adaptação

5. O objetivo é conferir maior flexibilidade ao processo de adaptação e evitar custos desnecessários. Nesse sentido, nos casos convenientes e nos termos autorizados pelo Colegiado, as alterações necessárias ao cumprimento da norma poderiam ser submetidas a prazos determinados ou à ocorrência de eventos futuros, tais como a entrada de concorrente no mercado.

Frisamos que uma autorregulação unificada somente fará sentido com independência financeira e governança própria.



No entanto, caso a proposta seja aprovada como foi convocada, é de extrema importância que o requisito temporal de uma eventual transição seja revisto e acompanhado de requisitos condicionais.

Em primeiro lugar, nos parece que 3 meses é um intervalo demasiado curto para adaptação das estruturas de autorregulação existentes. Nossa sugestão é de um ano, ao menos.

Para além da questão do tempo, porém, a submissão à autorregulação deveria levar em consideração critérios como o atingimento de determinados volumes de faturamento ou volumes transacionados. Da mesma forma, a autorregulação unificada poderia ser aplicável apenas e quando surge a *clearing*. Há também que se considerar as diferenças entre os mercados de bolsa e balcão.

Portanto, impossível limitar-se a utilização de requisito temporal para eventual adesão ao autorregulador unificado.

COMENTÁRIOS AOS CAPÍTULOS DA MINUTA “B”

Capítulo I e II da Minuta “B”

Caso as nossas sugestões acima não sejam aceitas e sendo aprovada a proposta de autorregulador unificado, sugerimos a independência econômica e em sua governança de maneira absoluta.

Assim, a relação jurídica entre a entidade autorreguladora e o administrador de mercado organizado deveria ser realizada exclusivamente por meio de contratação do serviço, garantindo a equidistância e isonomia de todos os administradores de mercado organizado, como já descrevemos acima.

Ademais, quanto ao tema do preço, já que a norma pretendeu prescrever parâmetros, deveria, neste sentido, ponderar, no melhor interesse do mercado, a possibilidade de cobrança de valores distintos, considerando, por exemplo, o valor mobiliário negociado, a característica do mercado administrado, o porte econômico do administrador de mercado, bem como as espécies de Participantes Credenciados que participarão do mercado organizado.



Infelizmente, a proposta não se subsume ao princípio da igualdade, como melhor definido por Aristóteles¹⁰:

“Tratar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais na medida de sua igualdade”.

Um exemplo do fato de que os desiguais estariam sendo tratados de maneira igual, é observada no artigo 7º, parágrafo 1º, inciso II¹¹, combinado com artigo 19, parágrafo 2º, inciso II¹², uma das maneiras de cobrança será determinada pelo rateio dos custos fixos da entidade autorreguladora.

Capítulo III

O capítulo apresenta a competência da entidade autorreguladora, e, neste sentido, cabe destacar que a norma não prevê pluralidade de produtos.

Quer-se dizer, a proposta apresentada não estabelece a necessidade do autorregulador possuir expertise na atuação de cada um dos mercados a serem supervisionados. Não há qualquer exigência que a autorregulação seja definida a partir de competências coincidentes ao mercado organizado sob supervisão.

Sob esta perspectiva, seria importante para um mercado organizado fragmentado, a existência de requisitos que estimulassem

¹⁰ ARISTÓTELES. Ética a Nicômaco. Livro V. São Paulo: Martin Claret, 2016.

¹¹ Art. 7º A entidade autorreguladora deve prestar os serviços de regulação e supervisão previstos nesta Instrução à entidade que pleiteia a celebração de contrato de prestação de serviço ou a associação, a partir da data da concessão, pela CVM, da autorização para funcionamento da pleiteante como entidade administradora de mercado organizado ou como operadora de infraestrutura do mercado financeiro, independentemente do valor a ser pago em função do contrato de prestação de serviço ou a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora ainda estar em negociação. (...) § 1º O valor a ser pago em função dos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação de que trata o caput será determinado considerando-se: (...) II – o rateio do custo fixo de acordo com o critério previsto no inciso II do § 2º do art. 19.

¹² Art. 19. As despesas necessárias ao funcionamento da entidade autorreguladora devem ser custeadas por: (...) § 2º A contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes deve considerar: (...) II – os custos indiretos, tais como os custos administrativos e de representação institucional, segundo critério de rateio que contemple a proporção entre o custo total das atividades de autorregulação desenvolvidas pela entidade autorreguladora e o custo das atividades de supervisão alocadas à entidade contratante; e (...)



a aproximação do conhecimento do autorregulador com o funcionamento dos mercados organizados, afinal, a autorregulação consiste na realização de monitoramento e supervisão do mercado e para o mercado.

Diante do descrito, a CVM deveria garantir que a supervisão e monitoramento de cada um dos mercados organizados seja realizada por especialistas no mercado a ser fiscalizado.

Capítulo IV e V

A proposta determina que os conselheiros de autorregulação e o diretor de autorregulação serão independentes, porém nomeados e indicados pela Assembleia. Este modelo pressupõe que as entidades administradoras serão associadas ao autorregulador – o que pode não ser o caso se o vínculo estabelecido for por contratação.

Neste contexto, a Autarquia, no melhor interesse de um mercado fracionado, deveria oferecer meios para que no Conselho de Autorregulação sejam eleitos especialistas dos diversos mercados organizados, e, não, apenas conselheiros independentes eleitos pela Assembleia, sob pena de alijar mercados organizados sem representatividade na entidade autorreguladora.

Sugerimos como forma de garantir a participação dos demais mercados organizados na eleição dos conselheiros de autorregulação a segregação das competências administrativas e as competências de autorregulação, pois, nada mais justo ao associado garantir o direito de eleger o administrador da sua entidade, porém as atividades de autorregulação não pertencem à entidade, e, sim, ao mercado a ser autorregulado.

Por fim, mas não menos importante, sobre o tema de governança, a norma proposta não prescreve sobre a fiscalização da CVM sobre a entidade autorreguladora, é certo que outras normas e princípios normativos garantem a fiscalização, porém, seria relevante e didático, sempre como sugestão, que as penalidades e obrigações se mantivessem na mesma norma.

CONCLUSÃO

Dos temas propostos pela insigne autarquia, o que causa maior motivo de reflexão é a autorregulação unificada que, da maneira



posta, poderá comprometer a concorrência, desestimular novas iniciativas e eliciar iniciativas estrangeiras.

Além disso, foram feitas sugestões quanto ao horário padrão UTC para todos os administradores de mercado organizado e melhor clareza nas informações a serem disponibilizadas ao público.

Por todo o exposto, espera-se a acolhida das sugestões apresentadas pela BBCE, com o fim de atender os interesses do mercado, tornando-o mais competitivo para melhor atender os investidores e estimular a liquidez.

São Paulo, 26 de junho de 2020.

Cesar Rezende
BBCE – BALCÃO BRASILEIRO DE COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA