

São Paulo e Rio de Janeiro, 26 de junho de 2020.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM n. 9/19

Prezados Senhores,

1. **APEX CAPITAL LTDA., BC GESTÃO DE RECURSOS LTDA., CLARITAS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA., CONSTELLATION INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA., KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA., LEBLON EQUITIES GESTÃO DE RECURSOS LTDA., PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA., SHARP CAPITAL GESTORA DE RECURSOS LTDA., STK CAPITAL GESTORA DE RECURSOS LTDA., TORK CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS LTDA., VOLT PARTNERS INVESTIMENTOS LTDA. e VERDE ASSET MANAGEMENT S.A.** (“Grupo de Gestoras”) vêm, em conjunto, por meio da presente manifestação, apresentar as suas considerações e sugestões ao Edital da Audiência Pública SDM n. 9/19, de 27 de dezembro de 2019 (“Edital” e “Audiência Pública”, respectivamente).

2. Nos termos do referido Edital, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) submeteu à apreciação dos participantes de mercado minutas de três novas instruções, com vistas a disciplinar (i) o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado, em substituição às disposições da Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007 (“ICVM 461”) – Minuta A; (ii) a autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro – Minuta B; e (iii) o

regime de melhor execução de ordens em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*) – Minuta C.

3. Inicialmente, convém exaltar os esforços da CVM em fomentar o debate a respeito das propostas apresentadas para os referidos temas, bem como o seu cuidado em promover, a partir do aprimoramento da regulamentação, o desenvolvimento e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. O Grupo de Gestoras destaca a importância das iniciativas adotadas pela CVM para desenvolver o mercado brasileiro, inclusive no que diz respeito ao surgimento de novas modalidades e ambientes de negociação e à competição entre eles, contribuindo para um mercado cada vez mais eficiente e sintonizado com as demandas dos mais diversos participantes de mercado.

4. Sem qualquer pretensão de esgotar as propostas trazidas no bojo da Audiência Pública, a presente manifestação tem por objetivo refletir a opinião do Grupo de Gestoras, como participantes do *buy side* do mercado, sobre determinados pontos que foram considerados especialmente relevantes, em razão dos seus impactos no funcionamento do mercado e, em particular, na atividade de gestão de recursos. São eles: (i) a negociação de grandes lotes de valores mobiliários; (ii) a ampliação da competência do autorregulador unificado para abarcar a supervisão de investidores com acesso direto aos mercados organizados (DMA – *direct market access*); e (iii) a composição do conselho de autorregulação, os quais serão analisados na ordem em que foram apresentados no Edital.

I. NEGOCIAÇÃO DE GRANDES LOTES DE VALORES MOBILIÁRIOS (MINUTA A)

5. No bojo da reforma objeto da Audiência Pública, a CVM trouxe para discussão o aprimoramento das normas atinentes à negociação de grandes lotes de valores mobiliários.

6. No cenário regulatório atual, há três ferramentas disponíveis para a execução de grandes lotes de ações: (i) os procedimentos especiais de bolsa, que se encontram disciplinados na Instrução CVM n. 168, de 23 de dezembro de 1991; (ii) as *iceberg orders*, por meio das quais somente parte da oferta fica visível para o mercado; e (iii) as ofertas diretas, que correspondem ao casamento de uma oferta de compra com uma oferta

de venda de determinado ativo, registradas no sistema de negociação simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo intermediário.

7. Ao examinar a experiência atual de negociação de grandes lotes, a autarquia identificou possíveis ineficiências operacionais. Em vista disso, de acordo com o disposto no artigo 67 da Minuta A,¹ a CVM propôs que os grandes lotes pudessem ser negociados: (i) por meio de procedimentos especiais ou em segmentos específicos para esse fim, não somente em mercados de bolsa, como também no mercado de balcão; ou (ii) por meio do registro das operações previamente realizadas, neste caso, exclusivamente no mercado de balcão organizado.

8. Embora considere louvável o esforço da CVM em aperfeiçoar o funcionamento do mercado de grandes lotes de ações, por meio da modernização da regulamentação aplicável, o Grupo de Gestoras entende que a reforma pretendida deve preservar determinados princípios regulatórios, em razão da sua importância para a higidez e a eficiência do mercado de ações como um todo.

9. Em primeiro lugar, é fundamental para a eficiência do mercado que a interação competitiva e transparente de ofertas no livro público permaneça como o principal mecanismo de formação de preços no mercado de ações. Ainda que a CVM venha a admitir a ampliação das ferramentas de negociação de grandes lotes, deveria ser assegurado que a maior parte do fluxo de ordens continue a ser dirigida ao livro público.

10. Em outras palavras, as alternativas de negociação de grandes lotes que tenham como característica a não interação com o livro devem representar a minoria dos negócios executados no mercado, sob pena de o esvaziamento do livro conduzir à menor eficiência na formação de preços. Nesse sentido, entende-se como fundamental que a definição do tamanho mínimo de um grande lote e a aprovação de novas alternativas de negociação sejam acompanhadas de perto pelo regulador e, se possível, discutidas com o mercado

¹ Art. 67. São admitidas operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses: I – nos mercados organizados de bolsa ou balcão, em segmentos de negociação específicos para este fim ou por meio da adoção de procedimentos especiais de negociação; II – nos mercados de balcão organizado, por meio de registro de operações previamente realizadas. § 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, às seguintes condições: I – a quantidade de valores mobiliários envolvida não seja inferior à calculada e divulgada pela entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados nos termos da regulamentação específica; e II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários. § 2º No caso de valores mobiliários também admitidos à negociação em outras categorias de mercado, o regulamento de negociação da entidade administradora de mercado organizado deve fixar os critérios de aceitação de registro de operações que considerem os preços e quantidades praticadas no mercado de maior liquidez.

em momento oportuno, sempre tendo em mente que eventuais flexibilizações não deveriam conduzir ao esvaziamento do livro público ou comprometer o processo de formação de preços.

11. Em segundo lugar, qualquer que seja o tipo de mercado adotado – bolsa ou balcão organizado –, mostra-se crucial que a negociação de grandes lotes se faça por meio de procedimentos e soluções oferecidos por plataforma centralizada que assegure o acesso isonômico dos diferentes grupos de intermediários e investidores e adote regras objetivas para a priorização de fechamento de negócios. Tal modelo é importante para assegurar, em qualquer ferramenta de negociação que venha a ser desenvolvida, tratamento igualitário aos mais diferentes participantes de mercado.

12. Nesse tocante, o Grupo de Gestoras vê com preocupação a proposta de permitir a negociação de grandes lotes por meio da modalidade de registro, dada a discricionariedade que se conferiria, dessa maneira, aos intermediários na alocação de ordens, o que poderia ferir o acesso isonômico e as regras objetivas de priorização de fechamento de negócios. Além disso, a modalidade de registro de operações pode ter por efeito dificultar a negociação de grandes lotes, uma vez que, neste cenário, os fluxos de ordens podem estar dispersos em inúmeros intermediários.

13. Em terceiro lugar, o Grupo de Gestoras considera fundamental que se preserve o modelo atual de compensação e liquidação das operações por meio de contraparte central (“CCP”), que constitui importante característica do mercado brasileiro, em grande parte responsável por sua higidez e resiliência, bem como pela isonomia e equidade de acesso para intermediários e investidores. Desse modo, negociações com grandes lotes deveriam, em qualquer caso, ser compensadas e liquidadas por meio de CCP, dotada de um conjunto robusto de métodos e salvaguardas de gestão de riscos. De outro modo, caso se permitisse a ausência de CCP, a administração do risco de contraparte se tornaria mais complexa e onerosa, uma vez que recairia sobre os próprios investidores e intermediários.

14. Por último, qualquer que seja o tipo de mercado adotado – bolsa ou balcão organizado –, o Grupo de Gestoras entende importante a preservação da imediata transparência pós-negociação em qualquer plataforma de negociação de grandes lotes, de modo a permitir o acompanhamento tempestivo dos negócios fechados nesses ambientes.

15. Por todo o exposto, o Grupo de Gestoras propõe que a nova regulamentação preveja como características mínimas a serem observadas na negociação com grandes

lotes de valores mobiliários, qualquer que seja o tipo de mercado – de bolsa ou balcão organizado: (i) a preservação do livro público como principal instrumento de formação de preços, de sorte que o volume total de negócios fechados sem interação com o livro permaneça dentro de certo nível, julgado saudável pelo regulador; (ii) a negociação de grandes lotes por meio de procedimentos e soluções oferecidos por plataforma centralizada que assegure o acesso isonômico dos diferentes grupos de intermediários e investidores e adote regras objetivas para a priorização de fechamento de negócios; (iii) a imediata transparência pós-negociação; e (iv) a compensação e liquidação dos negócios com grandes lotes por meio de CCP.

16. O Grupo de Gestoras também considera importante a CVM ter em conta as particularidades da legislação brasileira que poderiam criar distorções na eventual ampliação da negociação de grandes lotes de ações para o mercado de balcão organizado. Nessa direção, no que diz respeito ao tratamento tributário de investidores não residentes, a atual legislação restringe a isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital às operações de bolsa,² de modo que haveria grande assimetria com relação às negociações realizadas em balcão organizado, caso venham a ser admitidas. Do mesmo modo, há diversas restrições regulamentares (como, por exemplo, relacionadas às entidades previdenciárias) ou nas políticas de investimento de investidores institucionais, que poderiam inibir o bom funcionamento de um mercado de balcão organizado para grandes lotes.

17. Em vista disso, o Grupo de Gestoras entende que eventual decisão de expandir a negociação de grandes lotes de ações para o mercado de balcão organizado deveria ser precedida ou acompanhada da busca de soluções para a superação dessas distorções, por meio, inclusive, de coordenação com outras autoridades públicas.

18. Ainda a propósito do tema, o Grupo de Gestoras reforça a importância de a CVM promover, no momento oportuno, o mais amplo debate junto aos participantes de mercado acerca dos parâmetros mínimos a serem observados nos procedimentos especiais e nos segmentos específicos de negociação de grandes lotes, sem prejuízo da autonomia a ser reconhecida a cada entidade administradora para a especificação técnica de seus produtos e o desenvolvimento de suas soluções tecnológicas. Em particular, deveriam ser amplamente discutidos os critérios de definição dos grandes lotes, os limites de desvio

² Cf. Lei n. 8.981, de 1995, art. 81, §1º c/c §2º, alínea “b”.

máximo do preço de fechamento da operação em relação às cotações praticadas no *Lit Market*, entre outros aspectos importantes para o correto dimensionamento desses procedimentos e segmentos.

II. COMPETÊNCIA DA AUTORREGULAÇÃO UNIFICADA (MINUTA B)

19. O segundo tema trazido na Audiência Pública que o Grupo de Gestoras gostaria de destacar nesta manifestação diz respeito à ampliação da competência do autorregulador único, que, segundo a proposta, passaria a abranger, além das atribuições atualmente previstas na ICVM 461 e no artigo 40 da Instrução CVM n. 541, de 20 de dezembro de 2013,³ a supervisão dos “investidores e demais participantes que possuam acesso direto aos mercados organizados”, conforme previsto no artigo 8º, inciso III, da Minuta B do Edital.

20. De acordo com o Edital, a proposta buscaria o alinhamento da regulamentação com a nova realidade tecnológica do mercado de valores mobiliários, em que o papel do investidor final na execução das operações cursadas em mercado organizado é cada vez mais relevante em vista da intensificação do acesso eletrônico aos sistemas de negociação. Nesse contexto, entendeu a CVM conveniente atribuir ao autorregulador único a competência para supervisionar os investidores que acessam diretamente os mercados organizados (DMA – *Direct Market Access*).

21. Nada obstante o objetivo louvável da proposta, o Grupo de Gestoras entende que a sua introdução teria efeitos negativos indesejáveis. Isso porque se estaria, dessa maneira, discriminando dois grupos de investidores – aqueles submetidos ao *enforcement* do autorregulador e os demais que permaneceriam sujeitos exclusivamente à fiscalização da CVM – com base em um critério pouco pertinente e até certo ponto arbitrário, uma vez

³ Art. 40. O depositário central é responsável pela fiscalização e supervisão contínua da atuação de seus participantes, devendo: I – monitorar o cumprimento das regras e dos procedimentos constantes desta Instrução e dos seus regulamentos; II – julgar e impor penalidades decorrentes da violação às normas que incumba ao depositário central fiscalizar; e III – no caso dos participantes referidos nos incisos I e II do caput do art. 4º, zelar pela regularidade dos procedimentos internos, mediante inspeções periódicas nos sistemas e nos livros e registros, inclusive contábeis, vinculados à atividade de depósito centralizado.

que diz respeito unicamente ao meio de acesso ao mercado adotado, sem atentar para qualquer outra característica.

22. A proposta, com efeito, poderia conduzir a arbitragens regulatórias e a inseguranças jurídicas. Por exemplo, na hipótese de determinado investidor perpetuar ilícito de mercado por meio de operações realizadas por diferentes canais – ordens transmitidas pelo DMA e pela mesa de operações do intermediário – surgiriam importantes dúvidas a respeito da competência do autorregulador para a condução da investigação e do respectivo procedimento disciplinar. Se, nesse caso, a sua atuação se limitasse a parte dos negócios, haveria, inegavelmente, prejuízo à efetividade da atividade de *enforcement*.

23. Além disso, a proposta tornaria o atual ambiente regulatório ainda mais complexo, uma vez que parte dos investidores, a depender do meio utilizado na transmissão de suas ordens, passaria a se submeter a auditorias e inspeções do autorregulador, incorrendo, assim, em novos custos de observância regulatória.

24. Com efeito, a pretendida modificação da competência do autorregulador não se mostra conveniente nem oportuna em vista do cenário atual, que, convém dizer, já se mostra suficientemente desafiador para os participantes de mercado, em razão, inclusive, de todas as adaptações que se farão necessárias em face das alterações, por vezes profundas, que serão introduzidas no funcionamento do mercado de valores mobiliários, por meio da reforma ora em Audiência Pública.

III. COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE AUTORREGULAÇÃO (MINUTA B)

25. O último ponto que se pretende abordar nesta manifestação diz respeito à composição do Conselho de Autorregulação da entidade autorreguladora. De acordo com o Edital, a CVM pretende preservar, em suas linhas gerais, o modelo de estrutura administrativa atual, tal como se encontra previsto na ICVM 461.

26. Nada obstante, a Minuta B propõe a alteração dos critérios de composição do Conselho de Autorregulação. Atualmente, nos termos do artigo 47 da ICVM 461,⁴ 2/3 (dois terços) dos conselheiros devem ser independentes. Por sua vez, o artigo 27, inciso I, da Minuta B⁵ propõe que todos os seus membros sejam independentes, consoante a definição estabelecida no artigo 28 da mesma minuta,⁶ que reproduz, em termos semelhantes, aquela contida no artigo 26 da ICVM 461.⁷ Entre outros impactos, tal proposta vedaria a presença no Conselho de qualquer conselheiro vinculado a participante dos mercados organizados ou que lhe preste serviços de forma permanente.

27. Reconhecendo a importância do tema, a CVM indaga no Edital se a proposta apresentada seria adequada “considerando as atribuições desse órgão de supervisionar o plano de trabalho do autorregulador unificado e de julgar os processos instaurados”.

28. Nesse tocante, o Grupo de Gestoras entende que a reforma pretendida não é desejável. Isso porque a presença de profissionais de mercado se mostra importante para a manutenção da qualidade das atividades desempenhadas pelo Conselho, uma vez que

⁴ Art. 47. O Conselho de Auto-Regulação deve ser composto por pelo menos 2/3 (dois terços) de membros independentes, nos termos do art. 26, sendo um deles eleito Diretor do Departamento de Auto-Regulação.

⁵ 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; (...)

⁶ Art. 28. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com: I – entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; III – participante de entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; IV – administrador de participante de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; e V – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante de entidade associada ou contratante ou de seus participantes. (...)

⁷ Art. 26. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com: I – a entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; III – pessoa autorizada a operar em seu mercado; e IV – sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora.

contribui para (i) a compreensão das práticas de mercado; (ii) o acompanhamento das tendências e da evolução da indústria; e (iii) a avaliação dos efeitos das decisões do órgão no funcionamento do mercado, considerando os diferentes interesses envolvidos. Em suma, a expertise e a experiência dos profissionais que atuam no mercado ajudam a conferir eficiência, equilíbrio e dinamismo à atuação do órgão, fatores que, como se sabe, se revelam fundamentais para legitimar a atuação do ente autorregulador.

29. De outra parte, a proposta não parece ser necessária para que a CVM alcance os seus objetivos regulatórios, uma vez que o requisito atual de 2/3 (dois terços) de conselheiros independentes já se mostra suficiente para assegurar a atuação isenta e imparcial do Conselho. Afinal, no modelo atual, os membros não independentes são minoritários e não conseguem, por si só, formar maioria de votos.

30. Por essas razões, o Grupo de Gestoras considera que eventuais situações de conflito de interesses merecem ser tratadas de forma pontual, por meio de mecanismos de governança apropriados (como, por exemplo, por meio de regras de impedimento ou suspeição), mas não justificam o afastamento dos profissionais de mercado do Conselho de Autorregulação, uma vez que tal solução teria diversas consequências negativas para o bom desempenho das atividades de autorregulação.

31. Diante disso, propõe-se que seja mantida a regra atual da ICVM 461 para a composição do Conselho de Autorregulação.

32. Apresentadas nossas considerações, convém enaltecer novamente os esforços da CVM em modernizar a regulamentação sobre o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários. Reforçamos o nosso propósito de participar no processo de normatização iniciado pela autarquia, de modo que nos colocamos à disposição para prestar os esclarecimentos necessários acerca das considerações expostas ao longo da presente manifestação ou de outros temas sobre os quais possamos fornecer subsídios para o aperfeiçoamento da regulamentação. Entendemos que a visão do *buy side* pode contribuir para a CVM alcançar uma visão pluralista e equilibrada sobre os diferentes temas tratados no âmbito da Audiência Pública.

Atenciosamente,

APEX CAPITAL LTDA.

BC GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

**CLARITAS ADMINISTRAÇÃO DE
RECURSOS LTDA.**

**CONSTELLATION INVESTIMENTOS E
PARTICIPAÇÕES LTDA.**

KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA.

**LEBLON EQUITIES GESTÃO DE
RECURSOS LTDA.**

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

**SHARP CAPITAL GESTORA DE
RECURSOS LTDA.**

**STK CAPITAL GESTORA DE RECURSOS
LTDA.**

**TORK CAPITAL GESTÃO DE
RECURSOS LTDA.**

VELT PARTNERS INVESTIMENTOS LTDA.

VERDE ASSET MANAGEMENT S.A.