

OF-DG-031/2021

São Paulo, 13 de agosto de 2021

CVM - Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
A/C Sr. Antonio Carlos Berwanger
Rua Sete de Setembro, nº 111
CEP 20050-901 - Rio de Janeiro – RJ
Endereço eletrônico: audpublicaSDM0421@cvm.gov.br

Ref: Audiência Pública SDM nº 04/21

Prezados Senhores,

Na qualidade de associação representativa dos interesses dos intermediários do mercado de capitais brasileiro, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“**ANCORD**”) apresenta à Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) suas sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 04/21 (“**Edital**”), que colocou em discussão Minuta de Resolução que altera a Resolução CVM nº 31/21 para prever a possibilidade de constituição de gravames e ônus sobre cotas de fundos de investimento aberto registrados em entidades autorizadas a exercer tal função, nos termos da Lei nº 12.810/13.

Antes de tratar de apresentar os aspectos da Minuta que mais chamaram a atenção das suas Associadas, a **ANCORD** congratula a **CVM** pela iniciativa de propor aprimoramentos ao regime jurídico aplicável ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários.

Nesse sentido, a manifestação da **ANCORD** busca se orientar pela base legal que amparava constituição de ônus e gravames em valores mobiliários e ativos financeiros objeto de registro e pelos princípios para infraestruturas do mercado financeiro, publicados pela iniciativa conjunta CPMI/IOSCO em 2012.

A **ANCORD**, por meio de seu Conselho de Administração e equipe técnica, se coloca desde já à inteira disposição de V. Sas. para esclarecer e discutir qualquer aspecto da presente manifestação.

Atenciosamente,



José David Martins Júnior
Diretor Geral

CONSIDERAÇÕES DA ANCORD SOBRE A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/21

As considerações da ANCORD sobre a Audiência Pública nº 04/21 estão organizadas da seguinte forma:

1. **Contexto** - antecedentes da regulamentação do mercado financeiro brasileiro que contextualizam a discussão proposta;
2. **Entidades Registradoras** - reflexões sobre o reconhecimento e a independência das entidades registradoras como infraestrutura de mercado financeiro no Brasil, com base nos Princípios para Infraestruturas de Mercado Financeiro do CPMI-IOSCO¹.
3. **Avaliação e Comentários sobre a Audiência Pública nº 04/21** – avaliação e apresentação de sugestões referentes à proposta apresentada pela CVM, refletindo o contexto apresentado e o entendimento sobre a melhor forma de tratar ônus e gravames constituídos sobre ativos objeto de registro, nos termos da legislação em vigor.

1) CONTEXTO

Em maio deste ano, a CVM publicou as Resoluções nº 31/21, 32/21 e 33/21 em substituição às Instruções CVM nº 541/13, 542/13 e 543/13, que foram revogadas. A Resolução nº 31/21, em particular trata do depósito centralizado de valores mobiliários, enquanto as Resoluções nº 32/21 e nº 33/21 abordam, respectivamente, as atividades de custódia e escrituração.

Em consonância com o disposto art. 28² da Lei nº 12.810/13, a CVM publicou, também, a Instrução CVM nº 544/13 que trata do registro de valores mobiliários, por meio de uma alteração na Instrução CVM 461/07. Mais especificamente, a Instrução CVM nº 544/13 atribui à entidades administradoras de mercado organizado de balcão a função de registro de valores mobiliários, conforme a seguir:

Instrução 544/13

Art. 1º Os arts. 1º, 92 e 110 da Instrução nº 461, de 23 de outubro de 2007, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º

Parágrafo único. A presente Instrução abrange ainda, na forma do art. 92, a prestação dos serviços referidos no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, no que se refere ao registro de valores mobiliários, que será exclusiva das entidades administradoras de mercados de balcão organizado.” (NR)

¹ Princípios para Infraestruturas de Mercado Financeiro ou *Principles for Financial Market Infrastructures*, publicado em 2012, disponível em: [Principles for Financial Market Infrastructures \(bis.org\)](http://PrinciplesforFinancialMarketInfrastructures(bis.org))

² Art. 28. Compete ainda ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências: I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários; e II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I.



Em 2019, a CVM submeteu à apreciação do mercado a Audiência Pública nº 09/19 que propõe a publicação de 3 novas instruções, conforme a seguir:

- Minuta A, que pretende substituir a Instrução CVM nº 461/07;
- Minuta B, que dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro;
- Minuta C, que, principalmente, altera a Instrução CVM nº 505 para dispor sobre a execução de ordens no interesse do cliente em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*).

A Minuta A da Audiência Pública nº 09/19 inclui a revogação da Instrução CVM nº 544/13, transferindo o tratamento do registro de valores mobiliários para a Minuta A. Observa-se que, nesta abordagem, o conceito de registro de valores mobiliários se alinha com o de negociação, atividades atinentes às entidades administradoras de mercados organizados.

No entendimento da ANCORD, contudo, a Lei nº 12.810/13 trata do registro de ativos financeiros e valores mobiliários de forma complementar à atividade de depósito centralizado. De forma análoga o faz a Resolução nº 4.593/17 do Banco Central do Brasil que dispõe sobre “o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como sobre a prestação de serviços de custódia de ativos financeiros”.

Nessa abordagem, entende-se que, entre as características do registro do ativo financeiro ou valor mobiliário, estão os gravames que incidem sobre ele, inclusive a sua oneração a favor de terceiros. O mesmo se aplica aos ativos financeiros ou valores mobiliários depositados.

Uma consequência desta diferença de abordagem é que a Lei nº 12.810/13, em seu art. 26, trata de ônus e gravames constituídos sobre valores mobiliários e ativos financeiros objeto de depósito centralizado ou registro de forma similar, conforme a seguir:

Art. 26. A constituição de gravames e ônus, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou de depósito centralizado será realizada, exclusivamente, nas entidades registradoras ou nos depositários centrais em que os ativos financeiros e valores mobiliários estejam registrados ou depositados, independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito.

§ 1º Para fins de constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários que não estejam registrados ou depositados nas entidades registradoras ou nos depositários centrais, aplica-se o disposto nas respectivas legislações específicas.

§ 2º A constituição de gravames e ônus de que trata o caput deste artigo poderá ser realizada de forma individualizada ou universal, por meio de mecanismos de identificação e agrupamento definidos pelas entidades registradoras ou pelos depositários centrais de ativos financeiros e valores mobiliários.

§ 3º Nas hipóteses em que a lei exigir instrumento ou disposição contratual específica para a constituição de gravames e ônus, deverá o instrumento ser registrado na entidade registradora ou no depositário central, para os fins previstos no caput deste artigo.

§ 4º Compete ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de suas competências, estabelecer as condições para a constituição de gravames e ônus prevista neste artigo



pelas entidades registradoras ou pelos depositários centrais, inclusive no que concerne ao acesso à informação.

§ 5º Compete ao Banco Central do Brasil, no âmbito de suas atribuições legais, monitorar as operações de crédito afetadas pelo disposto neste artigo, com a verificação do nível de redução do custo médio dessas operações, a ser divulgado mensalmente, na forma do regulamento.

De forma semelhante, a Resolução nº 4.593/17 do Banco Central do Brasil identifica nas *Disposições Comuns ao Registro e ao Depósito Centralizado*:

Art. 5º - As informações referentes ao registro ou ao depósito centralizado de que tratam os arts. 3º, 4º e 12 devem contemplar as características dos ativos financeiros e dos valores mobiliários e, quando aplicável:

I - a estrutura de rentabilidades e fluxos de pagamentos dos ativos financeiros e valores mobiliários;

II - os resgates antecipados;

III - a subscrição, o empréstimo e as negociações de compra e de venda de ativos financeiros e de valores mobiliários;

IV - as operações de aceite; e

V - a constituição de ônus e de gravames”.

Desta forma, a ANCORD entende que a discussão apresentada pela Audiência Pública nº 04/21 se insere no contexto do tratamento de ônus e gravames constituídos sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou depósito centralizado e que a Lei nº 12.810/13 e a Resolução nº 4.593/17 conferem tratamentos equivalentes à matéria.

2) ENTIDADES REGISTRADORAS

Os Princípios para Infraestruturas de Mercado Financeiro do CPMI-IOSCO (PFMI) reconhece como entidades de infraestrutura do sistema financeiro:

- Sistema de pagamentos (*Payment System* ou PS);
- Contraparte central (*Central Counterparty* ou CCP);
- Sistema de liquidação de valores (*Securities Settlement System* ou SSS);
- Central depositária (*Central Securities Depository* ou CSD); e
- Entidade registradora (*Trade Repository* ou TR).

As entidades registradoras são reconhecidas pelos PFMI como entidades independentes das demais infraestruturas de mercado. Mais especificamente, o exercício da atividade de entidade registradora não se confunde com a de central depositária e atuar como central depositária não é condição para exercer a atividade de entidade registradora.

A legislação brasileira segue este entendimento e não subordina a autorização de entidade registradora à autorização de central depositária ou de qualquer outro tipo de infraestrutura de mercado ou ambientes de negociação como bolsas de valores.



Tal preceito se materializa na prática, na medida em que existem, atualmente, entidades registradoras autorizadas pelo Banco Central, tais como a CERC e a CIP³, que não atuam como centrais depositárias. Ainda que os órgãos reguladores zelem por assegurar a interoperabilidade entre diferentes entidades autorizadas⁴, a atuação como cada tipo de infraestrutura de mercado é independente.

3) AVALIAÇÃO E COMENTÁRIOS SOBRE A AUDIÊNCIA PÚBLICA 04/21

Os elementos apresentados nos itens anteriores são importantes para fundamentar a avaliação e comentários da ANCORD sobre a Audiência Pública nº 04/21, que busca tratar, por meio de alterações na Resolução nº 31/21, o caso de ônus e gravames incidentes sobre valores mobiliários que não são objeto de depósito centralizado, mais especificamente cotas de fundos abertos e posições em derivativos.

A ANCORD reconhece como fundamental o tratamento de ônus e gravames de ativos financeiros e valores mobiliários em regulamentação específica, como consequência natural da legislação em vigor. Neste sentido, a Audiência Pública nº 04/21 se apresenta como uma iniciativa de indiscutível mérito.

Inicialmente, a ANCORD se manifesta sobre um dos questionamentos do edital sobre a necessidade de comunicação ao administrador do fundo sobre a constituição e as modificações de gravames e ônus sobre cotas dos fundos sob sua administração.

No entendimento da ANCORD, caso o fundo seja distribuído por conta e ordem de terceiro, não haveria necessidade de tornar obrigatória a comunicação ao administrador sobre a constituição de ônus e gravames. Este entendimento é baseado no fato de que, em fundos distribuídos por conta e ordem de terceiro, o administrador não conhece o investidor final e, portanto, comunicar o administrador sobre a existência de ônus e gravames sobre a cota não teria nenhum impacto sobre os serviços prestados.

Assim, a comunicação sobre ônus e gravames constituídos sobre as cotas de fundos deveria ser restrita aos casos em que a distribuição das cotas não for por conta e ordem de terceiros.

Além deste aspecto mais pontual, a ANCORD considera que a alteração proposta é insuficiente sob duas perspectivas diferentes, exploradas a seguir.

³ A lista completa de infraestruturas de mercado autorizadas pelo Banco Central encontra-se em [Sistemas autorizados pelo BC \(bcb.gov.br\)](http://www.bcb.gov.br/Sistemas_autorizados_pelo_BC)

⁴ Um exemplo claro foi estabelecido na Convenção entre entidades registradoras para recebíveis de arrajos de pagamento, disponível em:

https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/spb_docs/3952---Convencao-entre-Entidades-Registradoras---Recebiveis-de-Arranjos-de-Pagamentos---25-08-202-D4Sign.pdf



I) Perspectiva da abrangência

Em primeiro lugar, a ANCORD entende que o tratamento de ônus e gravames em regulamentação específica deveria ser mais abrangente que o proposto na Audiência Pública nº 04/21, devendo abarcar todos os ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro e de depósito centralizado. A Lei nº 12.810/13 não particulariza ativos financeiros e valores mobiliários em seus dispositivos e tampouco o faz a Resolução nº 4.593/17.

Neste sentido, a ANCORD sugere que a redação dada pela Audiência Pública nº 04/21 assumira caráter genérico em relação aos valores mobiliários abrangidos, sem especificação das cotas de fundos abertos e posições em derivativos, conforme proposto. Na prática, a ANCORD entende que tal resultado possa ser alcançado pela simples eliminação do § 5º com a manutenção do § 4º, conforme a seguir.

*“Art. 36.
§ 4º Nos casos em que o depositário central também seja autorizado a prestar serviços de registro de valores mobiliários, nos termos de legislação específica, o registro de gravames e ônus sobre os valores mobiliários por ele registrados também poderá ser por ele efetuado, observado o disposto neste artigo.
~~§5º Os gravames e ônus de que trata o § 4º abrangem os que incidam sobre os seguintes ativos, ainda que não sejam objeto de depósito: I – posições mantidas em contratos derivativos de qualquer natureza, desde que o depositário central seja capaz de assegurar sua existência; e II – cotas de fundos de investimento abertos.” (NR)~~*

A ANCORD não reconhece nenhuma justificativa para a especificação proposta no § 5º, da mesma forma que não identifica nenhum óbice à generalização do § 4º.

II) Perspectiva estrutural e concorrencial - caso das entidades registradoras que NÃO atuam como depositária central ou outro tipo de infraestrutura de mercado

Conforme exposto no item 2), o exercício da função de entidade registradora não está vinculado à atuação concomitante da infraestrutura de mercado como central depositária. Isto é verdadeiro do ponto de vista da legislação em vigor, dos PFMI ou dos exemplos concretos do mercado financeiro brasileiro.

No entanto, a redação proposta pela Audiência Pública nº 04/21 no § 4º do Art. 36 oferece tratamento apenas para as situações em que as centrais depositárias atuam como entidades de registro: *“Nos casos em que o depositário central também seja autorizado a prestar serviços de registro de valores mobiliários, (...)”*.

De fato, nem poderia ser diferente uma vez que a Resolução nº 31/21 trata das centrais depositárias e a proposta de tratamento de ônus e gravames de valores mobiliários objeto de registro foi inserida neste contexto. Todavia, ao fazê-lo desta forma, fica evidenciada a



ausência de tratamento dos casos em que os valores mobiliários são registrados por entidade registradora que não são centrais depositárias.

A alteração da Resolução nº 31/21 proposta pela Audiência Pública nº 04/21 concomitante à revogação da Instrução CVM nº 544/13, sem a edição de norma específica relativa às entidades registradoras e à atividade de registro tem por efeito, no entender da ANCORD, a possibilidade de criação de uma reserva de mercado para as instituições que atuam como centrais depositárias, em detrimento daquelas que não acumulam tais funções.

Buscando justamente vedar situações em que tal situação possa se configurar, a Lei nº 13874/19, conhecida como *Lei da Liberdade Econômica*, traz em seu Art. 4 dispositivo que visa assegurar condições para livre competição, conforme a seguir.

“Art. 4 - É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente:

I - criar reserva de mercado ao favorecer, na regulação, grupo econômico, ou profissional, em prejuízo dos demais concorrentes;

II - redigir enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado;

III - exigir especificação técnica que não seja necessária para atingir o fim desejado;

IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco;

V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios;

VI - criar demanda artificial ou compulsória de produto, serviço ou atividade profissional, inclusive de uso de cartórios, registros ou cadastros;

VII - introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas;

VIII - restringir o uso e o exercício da publicidade e propaganda sobre um setor econômico, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei federal; e

IX - exigir, sob o pretexto de inscrição tributária, requerimentos de outra natureza de maneira a mitigar os efeitos do inciso I do caput do art. 3º desta Lei.

Confiantes na busca permanente da CVM pela criação das melhores condições concorrenciais no mercado financeiro brasileiro, a ANCORD avalia que a CVM deva rever a estrutura normativa proposta de forma a assegurar que instituições que atuam apenas como entidades registradoras tenham o mesmo reconhecimento e tratamento do ponto de vista da regulamentação em vigor. Esta sugestão vai muito além do tratamento de ônus e gravames apesar de também contemplar estes temas.

A existência de um ambiente competitivo saudável na prestação de serviços de registro de valores mobiliários, sem a vinculação à atividade de central depositária, é benéfico aos



Associados da ANCORD e ao desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro, além de um requisito legal, conforme exposto.

A ANCORD sugere, portanto, de que seja editada norma específica pela CVM que trate das entidades registradoras, de forma independente, facultando-lhes condições equivalentes aos prestadores de serviços de depósito centralizado e demais infraestruturas de mercado, observadas suas esferas de atuação. Observe-se que a Minuta A da Audiência Pública nº 09/19, que propõe revogar a norma específica sobre o tema – a Instrução CVM nº 544/13 – não aborda temas inerentes à função de registro, por se tratar de norma voltada à regulamentação de entidades administradoras de mercados organizados.

Concluindo, a ANCORD sugere que:

- Quanto à estrutura da norma, seja desenvolvida norma específica sobre a atuação de entidades registradoras de maneira que contemple, também, instituições que não atuam como centrais depositárias. Nesta norma devem ser tratados o tema de ônus e gravames incidentes sobre valores mobiliários objeto de registro, bem como outros temas atinentes à atividade;
- Quanto à abrangência da norma, sejam contemplados todos os ativos financeiros e valores mobiliários, sem a particularização de cotas de fundos abertos ou posições de derivativos, de forma alinhada com a legislação em vigor que trata de forma equivalente os diferentes tipos de ativos financeiros e valores mobiliários.

