

São Paulo, 08 de dezembro de 2023

À

Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)

Ref.: Audiência Pública SDM 02/2023 – Portabilidade de Valores Mobiliários

1. Introdução

A CERC S.A. é uma instituição que atua como infraestrutura de mercado (IMF), autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) a operar sistema de registro de ativos financeiros. Além de estar em processo de autorização junto ao BCB para operar sistema de depósito centralizado e um sistema de compensação e liquidação, a CERC sempre colaborou com diversas iniciativas/microrreformas relevantes do BCB para o mercado de crédito, como a lei 13.476/17, que ampliou a atuação das registradoras, também no registro de recebíveis de cartão, dos recebíveis mercantis (formalizados em duplicatas escriturais), e dos recebíveis imobiliários, entre outros.

Além do fato dessas agendas terem significativo impacto para o mercado de capitais, a CERC também vêm atuando em iniciativas específicas relevantes para este segmento: a Companhia se encontra em autorização junto à CVM para operar sistema de depósito de valores mobiliários e a administrar mercado de balcão organizado, e vem colaborando ativamente com a SSE na elaboração e agora na implementação da Res. CVM 175/22.

Neste sentido, a CERC como uma IMF comprometida com a construção de um mercado financeiro mais eficiente, tecnológico, competitivo e seguro vê com entusiasmo a iniciativa da CVM de melhorar a portabilidade de Valores Mobiliários, e principalmente entende a relevância dessa medida na agenda de Open Capital Markets.

Por esta razão as contribuições da CERC sobre as minutas objeto desta Audiência Pública serão de duas ordens: (i) mais especificamente com relação ao procedimento de portabilidade e eficiências que podem ser implementadas, e (ii) contribuições mais amplas sobre a agenda de Open Capital Markets, considerando a Portabilidade como primeiro passo de uma série de medidas que, em nossa visão, são essenciais para uma disrupção real e de amplos benefícios no mercado de capitais.

2. Contribuições CERC especificamente sobre o procedimento de Portabilidade

Uma das principais eficiências implementadas pelas minutas no procedimento de portabilidade é a questão do processo de troca de informações entre os custodiantes para efetivação da solicitação de portabilidade. Os depositários centrais passaram a ter papel central no procedimento – permitindo a visualização do processo pelos investidores, admitindo pedidos de portabilidade diretamente, e principalmente viabilizando a troca de informações entre os custodiantes de forma célere (art. 11, §1º da minuta) .

Neste contexto, a CVM determinou prazo para que as solicitações de portabilidade sejam efetivadas pelos depositários centrais, sendo que, para solicitações de transferências de custódia entre custodiantes participantes de um mesmo sistema de depósito, a minuta exigiu que a central depositária as efetivasse de imediato, no mesmo dia. Para solicitações de Custodiantes de Depositárias distintas, entretanto, exigiu-se prazo de um dia para a efetivação.

Em nossa análise, **o prazo de um dia para o processamento de solicitações de portabilidade pelos depositários centrais distintos deve ser menor, devendo ser obrigatoriamente no mesmo dia da solicitação, a exemplo do proposto para as operações de participantes de um mesmo sistema de depósito.**

Apesar de compreender que a implementação de um prazo imediato/síncrono para a efetivação da portabilidade por depositários centrais deve demandar esforço das instituições que operam esses sistemas, nos parece relevante que essa medida seja implementada pelos seguintes motivadores:

De início, cumpre frisar que a ***celeridade na efetivação da portabilidade é benéfica para o mercado de capitais***. Diversos estudos¹ e até a Análise de Impacto Regulatório elaborada pela CVM no âmbito desta Audiência Pública demonstram que a velocidade de conclusão da portabilidade é um fator sensível para o instituto de modo geral e, principalmente para seu estímulo e efetividade na prática. No caso específico dos valores mobiliários, sobretudo os de maior liquidez, este é um fator importante para que o procedimento não prejudique a capacidade de venda e a precificação dessas operações e

¹ Cita-se, como exemplo o estudo elaborado pela Zetta “O Panorama da Portabilidade”. Disponível em: <https://somozzetta.org.br/wp-content/uploads/2023/04/Zetta-Panorama-da-Portabilidade-desktop.pdf>

de toda a estratégia do Investidor.

Além disso, nota-se que **a interoperabilidade entre depositários centrais de valores mobiliários deve ser fomentada**. Atualmente, o fluxo é extremamente mecânico e a imposição de um prazo mais ambicioso pra a troca de informações pode ser um *enforcement* importante para otimizar o mecanismo e incentivar seu uso.

Apesar de eventuais investimentos necessários, entende-se que este modelo é plenamente viável. Esta função de comunicação é precípua das infraestruturas de mercado, que são dotadas de “links” (nos termos dos PFMI), em diversos contextos para viabilizar a segurança e a devida persecução dos interesses dos investidores.

Neste sentido, **diversos exemplos do uso de Infraestruturas de Mercado em outros contextos demonstram que os procedimentos de interoperabilidade suportam esse tipo de troca de informações**, e inclusive outros mais. Este é o caso do registro de recebíveis de cédulas de produto rural, de duplicatas mercantis ou arranjos de pagamento, ou até no depósito centralizado de ativos financeiros – casos em que a interoperabilidade suporta a portabilidade e outras funções (tratados em detalhe a seguir).

Por último, destacamos ainda que **a portabilidade é estrategicamente relevante para a concorrência no segmento de depósito centralizado como atividade lucrativa, de modo que a melhoria dos mecanismos de conexão para acelerar solicitações é importante para as próprias instituições depositárias efetivarem seus negócios**. O mecanismo de portabilidade permite, nesses casos, que as depositárias centrais ofereçam serviços relativos a valores mobiliários que não haviam sido previamente emitidos diretamente em seu sistema, se mostrando um fator importante para a adesão de participantes e o posicionamento de mercado de uma depositária.

Assim, considerando que (i) a celeridade e tempestividade do fluxo de portabilidade é benéfica ao mercado de capitais, que (ii) a interoperabilidade entre depositários centrais deve ser fomentada; (iii) que é tecnologicamente possível e (iv) estrategicamente/concorrencialmente importante para as Depositárias e que (v) exemplos de outros ecossistemas regulatórios demonstram a possibilidade de estruturas até mais robustas, nos parece adequado que o prazo de efetivação da interoperabilidade pelos depositários seja revisto para que o atendimento das solicitações seja atendido pelas centrais depositárias no mesmo dia.

3. Contribuições CERC sobre a agenda Open Capital Markets: Um mercado de capitais aberto por meio da ampliação da Interoperabilidade (interoperabilidade transacional).

Conforme manifestado pela CVM no Estudo da Análise de Impacto Regulatório, a nova regulamentação da Portabilidade trata de uma medida relevante para uma agenda maior e estruturante da CVM, o Open Capital Markets.

Por esse motivo, em complemento aos comentários específicos trazidos na seção anterior de nossa Manifestação, a CERC vem oportunamente nessa Audiência Pública **apresentar à CVM também outros elementos correlatos à Portabilidade que a Companhia enxerga como viabilizadores de um mercado de capitais aberto**, em linha com o desejo manifestado pela CVM.

Em nossa análise, a imposição de prazos mais ágeis para a efetivação da portabilidade pelas depositárias e pelos custodiantes (trabalho executado muito bem pelas Minutas) deve ser parte de uma agenda mais ampla de implementações estruturantes com relação à dinâmica de intermediação e da infraestrutura do mercado de capitais. **Isto é, a Portabilidade e suas adaptações/melhorias deve ser encarada como uma das etapas de um conjunto ambicioso de medidas regulatórias sobre a dinâmica dos intermediários, especialmente as depositárias centrais, para uma abertura estruturante do mercado de capitais, no seguinte sentido:**

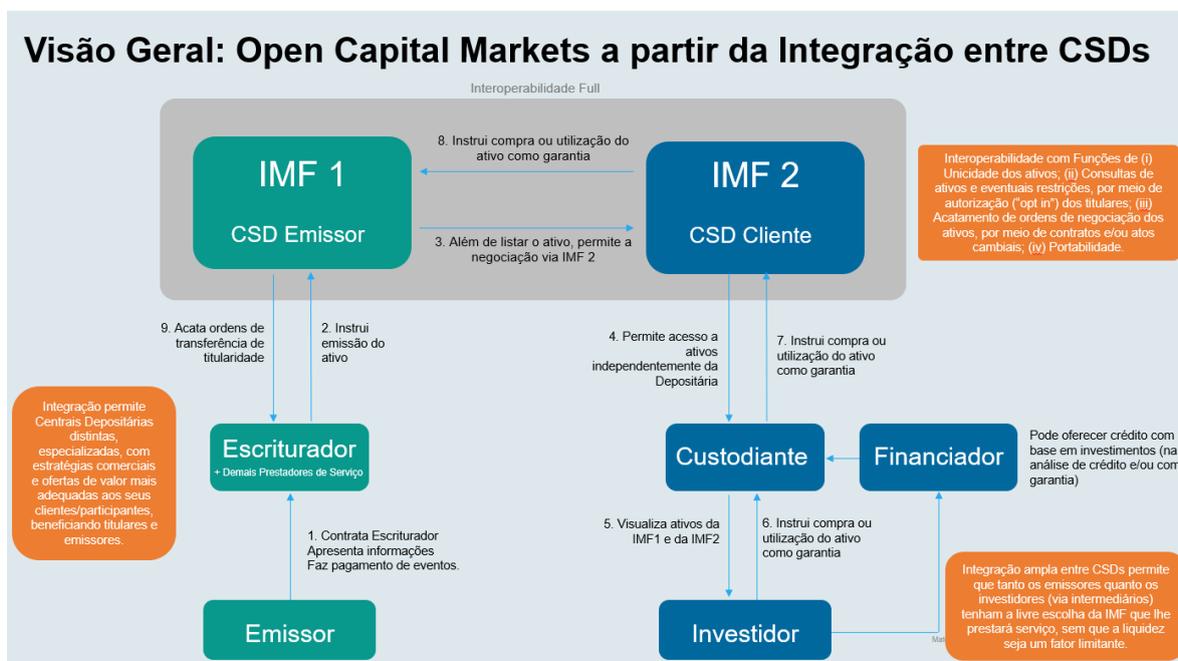
- **Etapa 1 – Portabilidade (atual):** *Digitalização dos processos e exigências robustas para o atendimento de prazos pelos Custodiantes, e utilização dos depositários centrais para “a troca” de informações entre Custodiantes. Trabalho já realizado pela CVM no âmbito desta Audiência Pública.*

Próximos passos sugeridos:

- **Etapa 2 – Portabilidade Instantânea:** *Exigência de que as requisições de portabilidade sejam operacionalizadas instantaneamente pelos intermediários, o que seria viabilizado por meio de uma conexão em tempo real pelas Depositárias Centrais (e, por consequência dos custodiantes) para o envio de informações. Medida poderia ser exigida para implementação em poucos meses.*

- **Etapa 3 – Visualização de Portfólio:** *Exigência de que as depositárias permitissem que os investidores visualizassem seu portfólio consolidado e todas as opções de ativos, de quaisquer instituições custodiantes, independentemente da central depositária em que seus valores mobiliários estejam depositados ou foram emitidos. Medida seria um reforço sensível no instituto da portabilidade, permitindo que o investidor tenha mais autonomia e gestão de suas informações/recursos, e permitiria a tomada de decisões de estratégia de investimento mais acuradas. Medida poderia ser exigida para implementação em menos de um ano.*
- **Etapa 4 – Mercado de Capitais Aberto por meio da Interoperabilidade Transacional:** *Exigência e permissão em norma para que as depositárias e custodiantes permitam que o investidor consulte e instrua ordens sobre valores mobiliários independentemente da central depositária onde os ativos estejam depositados/tenham sido emitidos. Proposta permite centrais depositárias especializadas, seja nos emissores, seja nos investidores, viabilizando propostas de valor customizadas. Medida poderia ser exigida para implementação em aproximadamente um ano.*

No modelo de mercado de capitais aberto idealizado pela CERC, teria-se o seguinte fluxo-macro:



Entendemos que essa estratégia de viabilização do Mercado de Capitais Aberto está em linha com o trabalho que já vem sendo realizado pela CVM. **Diversas**

normas da Autarquia vêm utilizando das infraestruturas de mercado para beneficiar o mercado de capitais. Neste sentido, podemos exemplificar:

- Consistência de informações de emissores e contrapartes por meio de conexões entre mercados organizados², trazendo como benefício mais transparência e melhoria nos procedimentos de suitability e PLD/FT no Mercado de Capitais;
- Exigência de liquidação centralizada em sistemas de compensação e liquidação por meio dos mercados organizado³, trazendo segurança de liquidação para o Mercado de Capitais;
- Obrigatoriedade de registro dos direitos creditórios de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) em sistemas de registro de ativos financeiros autorizados pelo BCB⁴, trazendo a segurança necessária para permitir a abertura da modalidade de investimento para o público de varejo; e
- Obrigatoriedade de as depositárias interoperarem e atenderem a prazos específicos para efetivar a portabilidade⁵, trazendo mais autonomia para os investidores na contratação de intermediários.

É consequência natural desse processo de uso de infraestruturas de mercado para beneficiar o mercado, também usá-las para uma abertura estruturante do mercado de capitais (na agenda de Open Capital Markets). Enxergamos que essas medidas viabilizam mais liquidez aos investidores e emissores, mais integração entre os prestadores de serviço para uma oferta mais customizada de produtos.

Conforme consta no Edital de Consulta Pública, estes dados estão alinhados com os resultados esperados do Open Capital Markets, que são: o fomento à competição, à criação de novos serviços e modelos de negócio, o empoderamento dos clientes, o barateamento de custos e aumento da inclusão financeira (mais investidores e mais emissores no mercado de capitais, bem como mais acesso a crédito com base em investimentos)⁶.

A CVM declara que deseja atingir esses objetivos por meio de 3 principais

² Res. 135. Art. 19.

³ Res 135. Art. 151.

⁴ Res. 175, art. 30, inc. I.

⁵ Res. 31, art. 5, §4.

⁶ Cf. Edital de Audiência Pública, pág. 2. "A materialização desta visão resultará em fomento à competição, criação de novos serviços e modelos de negócio, empoderamento do cliente, redução de custos e promoção da inclusão financeira por meio do mercado de capitais."

frentes que estão diretamente alinhadas com a atuação das infraestruturas de mercado. A primeira delas é **o compartilhamento de dados cadastrais e transacionais**. Neste aspecto, vale destacar que o histórico de cadastros e das transações consolidadas **está nas IMFs**. O Compartilhamento por meio delas pode melhorar a capacidade de análise do mercado **melhor e mais rápido** de que se implementada estritamente via Custodiantes (que tendem a ser protetivos e não integrados, por não estarem sujeitos aos PFMIs).

Por outro lado, outra abordagem para os resultados esperados do OCM está relacionado aos **dados de produtos financeiros**. Com relação a isto, cumpre frisar que a maior parte dos ativos disponíveis para negociação estão registrados ou depositados em IMFs, com profundo detalhamento. Resta, portanto, tão somente assegurar a integração/consolidação para dar um uso mais eficiente dessas estruturas, já experimentando o que já se tem posto.

Por último, a visão de OCM para a CVM também envolve a interoperabilidade com o Open Finance. Cumpre destacar que IMFs foram um primeiro passo da agenda de Open Banking (empoderando titulares de informações através da disponibilização de agendas de recebíveis) e do Open Insurance (permitindo a estruturação de dados que seriam compartilhados por meio do ecossistema), e estão cada vez mais integrados no processo. Diversas infraestruturas de mercado, inclusive, oferecem soluções relacionadas ao Open Finance, já demonstrando prontidão para atendimento do modelo.

Ao mesmo tempo, as IMFs estão habituadas a implementar interoperabilidades com governança mais ágil e de conclusão mais célere de que do Open Banking, comparativamente – justamente pelo fato de terem a integração do mercado como principal missão e já terem soluções no mesmo sentido implementadas e que podem ser implementadas.

Essa estratégia de implementação do Open Capital Markets tem potencial claro de endereçar dores reais dos investidores e emissores, fornecer incentivos importantes para melhores práticas de custodiantes e escrituradores, e até mesmo abrir novas possibilidades no mercado de capitais (a exemplo de viabilizar um maior uso dos investimentos como garantia de crédito tomado por investidores, ou pavimentar a estrutura de tokenização que deve ser a realidade do mercado brasileiro no futuro).

Na experiência do BCB, a interoperabilidade entre IMFs foi responsável por trazer ganhos importantes para os mercados em que foram introduzidas. Na

regulamentação do referido regulador, são quatro as “funções” exercidas através da interoperabilidade⁷:

- (i) Unicidade dos ativos;
- (ii) Consultas de ativos e eventuais restrições, por meio de autorização (“opt in”) dos titulares;
- (iii) Acatamento de ordens de negociação dos ativos, por meio de contratos e/ou atos cambiais; e
- (iv) Portabilidade.

Observa-se que há uma possibilidade de utilização da interoperabilidade para mais “funções”, além da portabilidade, e que justamente essas funções adicionais podem trazer os benefícios buscados pela CVM. No caso do BCB, a interoperabilidade trouxe um controle interessante das taxas de intermediação (juros, no caso do crédito) cobradas sobre as operações, abertura na concorrência e das alternativas de financiamento, melhorias relativas à análise para a customização de serviços.

No modelo proposto, consideramos que o faseamento dessas “funções” pode ser importante para assegurar o ganho de benefícios, com um controle de riscos na estratégia de implementação, por ser escalonada e não oferecer alterações traumáticas para o mercado.

Vale dizer que, especificamente com relação ao depósito centralizado, o BCB adota atualmente uma nomenclatura que distingue/especifica a “depositária do investidor” da “depositária do emissor”, num regime regulatório alinhado com os PFMI⁸, e que permite a descentralização das depositárias entre investidor e emissor⁹. O regulador ainda impõe determinados requisitos específicos para essa modalidade de interoperabilidade na norma¹⁰. Nos parece um benchmark útil para ser avaliado e possivelmente aproveitado no

⁷ Res. 339 – art. 29. e Res. BCB 304 – art. 167, §3

⁸ Neste sentido, o Princípio 20 dos PFMI prevê a existência de links entre IMFs. Referimo-nos às Considerações Chave 4 a 6.

⁹ Res. BCB 304. Art. 2º LV - sistema de depósito centralizado emissor: sistema de depósito centralizado que recebe pedido de acesso aos seus serviços apresentado por outro sistema de depósito centralizado por meio de um mecanismo de interoperabilidade entre sistemas de depósito centralizado; LVI - sistema de depósito centralizado investidor: sistema de depósito centralizado que apresenta pedido de acesso aos serviços de outro sistema de depósito centralizado através de um mecanismo de interoperabilidade entre sistemas de depósito centralizado;

¹⁰ Res. BCB 304. Art. 164. Os sistemas de depósito centralizado que possuem mecanismos de interoperabilidade devem monitorar, medir e gerenciar riscos de crédito e de liquidez que possam ser

contexto do mercado de capitais.

Essa opção regulatória de diferenciar as centrais depositárias permite, de maneira extremamente eficiente, a existência de centrais depositárias especializadas em ofertas de valor de cada “perfil” de participante/cliente – seja os emissores ou investidores. A especialização de infraestruturas de mercado vêm se consolidando como o cenário natural no ecossistema, haja visto o fato de boa parte de entidades registradoras não necessariamente atuarem na totalidade de ativos financeiros disponíveis para registro. O mesmo, inclusive, parece se aplicar no caso das centrais depositárias autorizadas mais recentemente pela CVM, que possuem ofertas de valor especializadas.

Essa tendência deve ser viabilizada e incentivada pela regulação, para permitir que o mercado de centrais depositárias implemente soluções especializadas/segmentadas conforme os valores mobiliários ou perfis de clientes que melhor atenda sua estratégia, mas garantindo também o acesso amplo aos ativos disponíveis e aos investidores elegíveis em quaisquer sistema de depósito. No caso, se permitiria a existência de uma depositaria focada em emissores, por exemplo, com soluções para democratizar o acesso de empresas ao mercado de capitais, eficientemente já utilizando as conexões de outra “depositaria de investidores” já integrada a custodiantes de diversos investidores.

Assim, considerando (i) o histórico de iniciativas da CVM que já vêm utilizando de IMFs para melhorias no mercado de capitais; (ii) os resultados esperados e a correlação direta destes com as infraestruturas de mercado; (iii) o potencial de endereçar dores e trazer benefícios reais ao mercado de capitais; (iv) e o histórico de sucesso desse tipo de medida no âmbito de outros ecossistemas regulados em que as interoperabilidades possuem mais “funções”, sugerimos **que a CVM amplie desde já as funções de interoperabilidade entre depositárias centrais (além da portabilidade) para viabilizar o mercado de capitais abertos por meio dessas entidades e dessa funcionalidade.**

Por último, gostaríamos de chamar atenção de que o modelo aqui apresentado

transmitidos de um sistema para o outro por meio desses mecanismos.

§ 1º Ficam vedadas as transferências provisórias de ativos financeiros entre sistemas de depósito centralizado.

§ 2º O sistema de depósito centralizado investidor somente interoperará com sistema de depósito centralizado emissor se o acordo entre eles firmado previr alto nível de proteção para os direitos dos participantes do sistema de depósito centralizado investidor.

§ 3º O sistema de depósito centralizado investidor que use intermediário para interoperar com sistema de depósito centralizado emissor deve medir, monitorar e gerenciar os riscos adicionais, incluindo os riscos de custódia, de crédito, legal e operacional, decorrentes do uso do intermediário.

visa também pavimentar a adoção gradual de finanças tokenizadas pelo mercado de capitais tradicional. Espera-se que o modelo proposto viabilize um ambiente exploratório de redes DLT (Distributed Ledger Technologies), a partir dos sistemas instituídos pelas centrais depositárias e interoperáveis. As redes instituídas pelas centrais depositárias, uma vez que sejam conectadas, poderão admitir que escrituradores (ou tokenizadores) e os custodiantes participem como nós (nodes). Dessa forma, é possível garantir que um ativo representado por um token tenha a sua titularidade registrada em redes DLT onde todos os participantes do mercado tenham acesso a interação com o ativo, já aproveitando o arcabouço legal e regulatório vigente.

4. **Conclusão:**

A CERC reitera o compromisso institucional de contribuir com o mercado de capitais, reforçando nosso agradecimento pela oportunidade de se manifestar e, principalmente parabeniza a iniciativa da CVM de realizar os presentes ajustes na regulamentação da Portabilidade de Valores Mobiliários.

Por fim, nos colocamos à disposição para apresentar eventuais detalhes ou esclarecimentos com relação à proposta respeitosamente aqui apresentada.

CERC S.A.

Fernando Fontes
Founder and CEO