

OF-DG-004/2024

São Paulo, 15 de abril de 2024

À

CVM - Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
A/C Sr. Antônio Carlos Berwanger
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20159-900 - Rio de Janeiro – RJ
Endereço eletrônico: conpublicaSDM0623@cvm.gov.br

Ref.: Consulta Pública SDM nº 06/2023 – Manifestação ANCORD

Prezados Senhores,

Na qualidade de Associação representativa dos interesses dos intermediários do mercado de capitais brasileiro, a **ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias** (“ANCORD”) apresenta à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) suas considerações e sugestões acerca do Edital de Consulta Pública SDM nº 6/23 (“Edital”), que, entre outros assuntos, colocou em discussão a participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e o aprimoramento da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022.

Antes de proceder à análise dos aspectos da proposta que mais despertaram o interesse de suas Associadas, a ANCORD congratula a CVM pela iniciativa que definirá os critérios a serem observados na participação no capital social das entidades administradoras de mercados organizados.

Nesse sentido, a manifestação da ANCORD busca se orientar pelas questões propostas pela CVM na Consulta Pública e, também, pelas questões atinentes ao papel de suas Associadas.

A ANCORD apresenta suas considerações e sugestões por temas, conforme apresentado a seguir:



1. ITEM 3 DO EDITAL – ALTERAÇÕES ÀS REGRAS SOBRE PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL DE ENTIDADE ADMINISTRADORA

1.1. Referente às alterações normativas delineadas no item 3.3 do Edital, em que a CVM propõe: a) substituição da limitação absoluta aplicável a participantes, prevista na redação corrente do art. 45, pela sistemática de definição de limiar de participação a partir da qual se precipita o dever de buscar aprovação do regulador, similar ao previsto atualmente no art. 44; b) adoção de limiar único de 15%, aplicável a participantes e não-participantes que pretendam adquirir participação no capital social de entidade administradora; c) inclusão de condicionantes mínimas à aprovação prévia pela CVM nos casos de aquisição de participação em capital social de entidade administradora por participante do mercado organizado de bolsa; e d) aumentos de participação que impliquem tomada de controle de entidade administradora por participante também deverão ser precedidos de autorização do regulador, incorporando à regulamentação brasileira prática observada em diversas jurisdições, a ANCORD posiciona-se **favorável** à supressão de limite específico para participantes e não participantes, com a sistemática de comunicação ao órgão regulador, em caso de superação do limiar de 15%, bem como a necessária adoção de salvaguarda objetiva, com mecanismos de governança e controles eficientes na mitigação dos potenciais conflitos de interesses, em linha com as hipóteses previstas atualmente para mercados de balcão organizado nos arts. 152 e 154 da Res CVM 135. Sem dúvida que a flexibilização das regras atuais atinentes à participação no capital social de entidade administradora por participante de mercado organizado é pertinente, contudo, é imperativo que tais mudanças sejam acompanhadas de salvaguardas robustas que assegurem o acesso e o tratamento equitativo entre todos os participantes, além de garantir o funcionamento eficiente dos mercados organizados.

1.2. Considerando o acima exposto, o artigo 44 proposto passaria a ter a seguinte redação:



“Art. 44. ~~Depende de autorização prévia da CVM.~~ Deve ser objeto de comunicação à CVM, a aquisição de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% (quinze por cento) do capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado, por um único investidor ou por um grupo de investidores agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse.”

2. CONSIDERAÇÕES ACERCA DA IMPOSSIBILIDADE DE PESSOA VINCULADA AO PARTICIPANTE DO MERCADO ATUAR COMO MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA ENTIDADE ADMINISTRADORA

2.1. Atualmente, os participantes de mercado organizado de bolsa¹ (assim como seus conglomerados ou grupos) não podem ter vínculo com mais de um membro do conselho de administração da entidade administradora do mercado (art. 28, II).

2.2. A CVM propôs no Edital que o art. 28, II seja alterado para vedar que os participantes de mercado mantenham vínculo com membro do conselho de administração, independentemente da participação que detiverem no capital social da entidade administradora. O conselho de administração continuaria a contar com membros não-independentes, desde que não mantenham vínculo com quaisquer participantes dos mercados organizados.

2.3. Embora o reconhecimento da legítima preocupação com conflitos de interesse neste contexto seja válido, sustentamos firmemente a posição de que a abordagem proposta pode não constituir a solução mais apropriada, considerando os objetivos regulatórios estabelecidos em lei.

2.4. Esta convicção se baseia, em resumo: (i) nas características e aspectos jurídicos do conselho de administração como órgão societário, (ii) na regulação aplicada especificamente ao mercado de balcão, (iii) nas estruturas de Autorregulação, (iv) nos objetivos estabelecidos na Lei de Liberdade Econômica e (v) na existência de soluções mais adequadas para tratar dos conflitos que podem ser identificados neste tipo de situação.

¹ Como mencionamos abaixo, a vedação é dispensada no caso do mercado de balcão quando a entidade administradora de mercado cumpre os requisitos dispostos no art. 152 da mesma norma.



2.5. O conselho de administração como órgão colegiado.

2.6. De acordo com a interpretação estabelecida nesta CVM, o conflito de interesses no conselho de administração não é avaliado individualmente em relação a cada membro.

2.7. A Lei das S.A. estabelece que o conselho de administração é um órgão colegiado², do que decorre a noção de que a existência de conflito de interesses deve ser analisada em relação ao órgão como um todo. Foi este o entendimento firmado pelo Colegiado da CVM em processos relacionados ao reconhecimento de conflitos de interesses no conselho de administração: “Em ambos³ os precedentes, a conduta de todos os conselheiros foi analisada a partir dos mesmos critérios, em linha com a jurisprudência dessa casa (v. o já referido voto do Diretor Marcos Pinto no PAS CVM nº RJ2007/4476). [...] Não vejo razão para não seguirmos nesse caso a orientação dos precedentes, motivo pelo qual divirjo do Relator e proponho que as condutas de todos os acusados sejam analisadas a partir do mesmo padrão de revisão. Esse ponto, aliás, já havia sido debatido pelo Colegiado por ocasião do exame da proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos. Naquele momento, prevaleceu o entendimento do Diretor Pablo Renteria, que assinalou, com propriedade, que ‘sendo o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que concorreram para a formação da vontade coletiva devem, a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas’.”⁴

2.8. Considerando que o conselho de administração é um órgão colegiado, o vínculo de um dos membros a certo participante não seria suficiente para prejudicar a independência do conselho. Neste sentido, o estabelecimento de medidas (sejam regulatórias ou não) para assegurar que um participante que detenha participação no capital social da entidade administradora de mercado não possa deter a maioria

² Lei das S.A., art. 138. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

³ Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2011/5211, julgado em 1º de julho de 2015 e RJ2014/5099, julgado em 15 de março e 12 de abril de 2016.

⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703, julgado em 31 de julho de 2018.



dos membros do conselho, seria de grande valia para (a) evitar configuração de posição por parte do conselho que configure conflito de interesse e (b) não obstar o desenvolvimento do mercado e fomento ao investimento em entidades administradoras do mercado, existentes ou que venham a surgir.

2.9. É imprescindível recordar também que os integrantes do conselho de administração das companhias brasileiras, na qualidade de administradores, estão submetidos a rigorosos deveres fiduciários. Devem, como manda a Lei das S.A., atuar com integridade e lealdade à companhia, além de desempenharem suas funções visando alcançar os objetivos e atender aos interesses da mesma⁵. Assim, qualquer conduta de um membro do conselho de administração que desvie desses princípios fundamentais poderia constituir base para a imposição de sanções de natureza administrativa e civil.

2.10. A Lei das S.A. estabeleceu ainda o tratamento que deve ser dado aos casos em que o administrador se encontre em conflito de interesses com o da companhia administrada: sua obrigação é de não intervir na operação e informar os demais administradores sobre o conflito (art. 156). Ou seja, o membro do conselho de administração é legalmente impedido de atuar em conflito de interesses, o que confere mais uma camada de proteção ao mercado e aos investidores.

2.11. Mercados de balcão organizado: enrijecimento do regime

2.11.1. A medida proposta representaria enrijecimento regulatório ainda mais relevante no caso das entidades administradores de mercado de balcão.

De início, o ajuste sugerido pelo Edital pode impactar estruturas já existentes no mercado nas quais pessoas vinculadas aos participantes do mercado que detenham participação societária no capital social das entidades de balcão atuam como membros dos conselhos de administração.

⁵ Arts. 154 e 155 da Lei das S.A.

2.12. Como anteriormente reconhecido pela CVM, a criação de restrições causa impacto relevante no mercado de balcão, podendo representar verdadeiras barreiras de entrada.

2.12.1. Em 2012, a SDM - Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM pontuou que “[a] imposição de custos não justificados aos mercados de balcão organizado poderia, ainda, dificultar o desenvolvimento de nosso mercado de capitais ao inibir ou dificultar o surgimento de novos entrantes.”

2.12.2. Ao editar a RCVM 135/2022, a CVM instituiu dispensas do limite de participação no capital social no caso das entidades administradoras de mercado de balcão organizado (art. 152, I e parágrafo único, da RCVM 135). Diferentemente das disposições aplicáveis a entidades administradoras de mercados de bolsa, que foram objeto de certa flexibilização nos artigos 44 e 45, a proposta de atualização da Resolução CVM nº 135 não apresenta alterações que visem à flexibilização para as entidades de mercado de balcão organizado. Pelo contrário, a proposta amplia as restrições relativas à vinculação dos participantes do mercado com membros do conselho da entidade, conforme estabelecido no artigo 28.

2.12.3. Esta abordagem é incompatível com os propósitos da Consulta Pública que, como exposto no Edital, seria o de “flexibilizar as restrições aplicáveis”. Além disso, a imposição destas restrições pode impactar estruturas já existentes no mercado, particularmente aquelas em que pessoas vinculadas aos participantes do mercado que detenham participação societária no capital social das entidades de balcão ocupam posições nos conselhos de administração. Tal situação sugere uma potencial incompatibilidade entre os objetivos anunciados da Consulta Pública e as implicações práticas da proposta de atualização, possivelmente impactando a dinâmica operacional e governança das entidades envolvidas no mercado de balcão organizado.



2.12.4. Ademais, é importante destacar que a RCVM 135 estabelece mecanismos de controles específicos para as entidades administradoras de balcão no caso de os participantes do mercado deterem participação no seu capital (parágrafo único do art. 152), o que torna ainda mais inadequado e desnecessário impor a estas a restrição do art. 28. A existência desses controles específicos já visa a mitigar os riscos associados à influência que os participantes do mercado podem exercer por meio de sua participação acionária nas entidades administradoras, tornando redundante a imposição de limitações adicionais previstas no artigo 28, as quais poderiam, de fato, resultar em um ônus desproporcional e não justificado para as entidades em questão.

2.13. Autorregulação: conceito e vantagens

2.13.1. Este aspecto da minuta proposta pela CVM colide, ainda, com a natureza do funcionamento de estruturas de autorregulação. É amplamente reconhecido que as entidades administradoras de mercado organizado desempenham um papel crucial na manutenção e na autorregulação dos mercados por ela organizados⁶. No sistema de autorregulação, esta tutela não se fundamenta no completo distanciamento entre as figuras do regulador e do regulado, no sentido contrário, a autorregulação pressupõe a contribuição ativa e engajamento dos agentes regulados na concepção e implementação das estruturas que governam o ambiente autorregulado.

2.13.2. Nas palavras de Marcelo Trindade e Aline Menezes, autorregulação é “o resultado de uma iniciativa organizada de agentes ou entidades de mercado de auto-regularem formalmente sua atuação, mediante a adoção de regras e de mecanismos de composição de conflitos, na chamada auto-regulação de base voluntária”⁷. Dessa forma, “mesmo sendo originada de entidades formadas por agentes do próprio mercado,

⁶ Art. 14, da RCVM 135/2022.

⁷ TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Autoregulação no Brasil e a Crise Internacional. 2011, p. 8.



a auto-regulação difere do produto das forças de mercado, porque ela resulta de uma organização coletiva que impõe uma ordem, um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros, e, portanto, não nasce do conjunto de operações – da mão invisível –, mas de uma estrutura que se destaca daquelas operações e dos agentes que as realizam e que sobre eles deverá atuar”⁸.

2.13.3. Os autores supra entendem ainda que as vantagens da autorregulação decorrem dessa estrutura: “Os auto-regulados teriam, em tese, melhor conhecimento técnico e prático para produzir normas de melhor qualidade em resposta às situações de mercado, pelo conhecimento das irregularidades de ocorrência mais provável, possibilitando uma atuação mais eficaz e célere, como destaca Nelson Eizirik”⁹.

2.13.4. Um exemplo que evidencia a importância do alinhamento entre autorreguladores e autorregulados é o Regimento do Conselho de Administração da B3 S.A. O documento estabelece que “[n]o mínimo 2 dos Conselheiros(as) da Companhia serão conselheiros(as) que mantenham vínculo, conforme definido na Resolução CVM nº 135/22, com titular que possua autorização para operar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações dos mercados administrados pela Companhia, escolhidos(as) dentre aqueles com efetiva representatividade e liderança nos mercados em que atuem”.

2.13.5. Desta forma, é evidente que a participação ativa dos participantes do mercado autorregulado é natural ao funcionamento da autorregulação, bem como representa um benefício importante do modelo.

2.13.6. Não se nega, aqui, a relevância da questão dos conflitos de interesses que podem surgir nesta atuação. Entendemos, neste sentido, que a solução para este risco não deve (e nem precisa) custar as incontáveis sinergias que existem na participação ativa dos participantes do mercado na

⁸ *Op cit*, p. 9.

⁹ *Op cit*, p. 13.



autorregulação. Isso porque vedar completamente a possibilidade de membro do conselho da entidade administradora ser vinculado ao participante pressupõe que o conflito de interesses existirá de maneira inerente, o que por vezes não refletirá a realidade.

2.14. A título de exemplo podemos citar as aquisições de participação societária realizada por áreas segregadas de uma mesma instituição financeira que seja participante do mercado autorregulado. Neste caso, a vedação do vínculo do participante com um membro do conselho para fins da evolução do investimento do grupo econômico pode impactar adversamente na alocação de capitais e desenvolvimento do mercado. Os conflitos de interesses relacionados a estas situações podem ser devidamente endereçados de outras formas, como desenvolvido abaixo.

2.15. Intervenção subsidiária e excepcional

2.15.1. Dois dos direcionamentos mais relevantes estabelecidos pela Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) foram os de que a intervenção estatal sobre o exercício das atividades econômicas deve ser subsidiária e excepcional, bem como que deve ser garantida a liberdade no exercício das atividades econômicas.

2.15.2. Assim, se existem formas menos intervencionistas e ainda eficientes de endereçar os riscos de conflitos de interesses relacionados à atuação dos conselheiros de administração, as diretrizes da Lei de Liberdade Econômica impõem que tais formas menos intervencionistas sejam escolhidas. Como explicamos abaixo, entendemos que é este o caso, o que aponta para a conclusão de que a imposição da restrição aqui discutida é uma medida inadequada à luz do direito aplicável.

2.16. Mitigando conflitos de interesses

2.16.1. É imperativo destacar que, no âmbito do direito societário e nas práticas regulatórias adotadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), não prevalece a



abordagem de imposição de proibições absolutas frente presença de conflitos de interesses. No tocante à administração de recursos de terceiros, que envolve inúmeras situações conflituosas (para citar alguns, os gestores de recursos que negociam com recursos próprios e de terceiros, gestoras que também prestam a atividade de análise de valores mobiliários), a CVM optou por uma estratégia de segregação das atividades da pessoa jurídica, conforme detalhado em seção específica na Resolução CVM nº 21/2021 (medida também conhecida como Chinese Wall). Esta abordagem é igualmente refletida nas diretrizes estabelecidas pela ANBIMA, no Código de Administração de Recursos de Terceiros. Por estas disposições, a CVM admite a viabilidade dos gestores de recursos desempenharem múltiplas funções, contanto que existam evidências claras da efetiva segregação entre as diversas atividades exercidas assegurando, assim, a integridade e a transparência nas operações realizadas.

2.16.2. Nos exemplos acima, observa-se a implementação de requisitos de segregação funcional internamente às entidades jurídicas. Quando esta prática é aplicada entre pessoas jurídicas distintas, como é o caso da entidade administradora em si e o seu respectivo acionista, a eficácia das medidas de segregação de atividades no manejo de conflitos de interesses torna-se ainda mais pronunciada. É relevante destacar que o Colegiado da CVM já reconheceu a eficácia dessa abordagem em uma série de decisões significativas consolidando-a como uma estratégia válida e eficiente para a prevenção e o tratamento de conflitos de interesses dentro do ambiente corporativo e regulatório.

2.16.3. A adoção de regras de (i) independência dos administradores (já prevista pela RCVM 135) e na Lei das S.As; (ii) autonomia do departamento de autorregulação (já prevista pela RCVM 135); (iii) Chinese Wall; e (iv) regras de governança relativas a conflitos de interesse; deveriam ser suficientes para assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados organizados em que pessoa vinculada ao participante do



mercado atue como membro do conselho de administração da entidade administradora. Neste tema há que se destacar, ainda, a fiscalização que o mercado exercerá na determinação de relevância e adoção de tal entidade.

2.16.4. Considerando os argumentos acima citados, propomos a manutenção da redação original do art. 28, II da Resolução CVM 135/2022. Esta disposição autoriza que cada participante do mercado mantenha relação com apenas um membro do conselho de administração das entidades administradoras de mercados organizados. Tal medida assegura um equilíbrio adequado entre a necessidade de prevenir conflitos de interesses e a viabilidade de uma governança corporativa participativa e representativa. A manutenção dessa redação não apenas reflete uma compreensão aprofundada das dinâmicas regulatórias e operacionais inerentes ao ambiente de mercado organizado, mas também promove uma estrutura de autorregulação eficaz, permitindo que os participantes do mercado contribuam ativamente para a gestão e a fiscalização das atividades do mercado, sem comprometer a integridade e a imparcialidade necessárias à administração do mesmo.

3. ITEM 4 DO EDITAL – PARTICIPAÇÃO DE ENTIDADE ADMINISTRADORA NO CAPITAL SOCIAL DE PARTICIPANTES DE MERCADO ORGANIZADO

3.1. No tocante à possibilidade de entidades administradoras de mercados organizados deterem participações no capital social de entidades participantes desses mercados, esclarecemos que face à complexidade do tema não foi possível chegarmos a uma conclusão sobre o assunto, de tal forma que sugerimos avaliar a possibilidade de uma nova consulta pública acerca da referida matéria.



4. ITEM 5 DO EDITAL – OUTROS APRIMORAMENTOS À RESOLUÇÃO CVM 135 E À RESOLUÇÃO CVM Nº 31

4.1. A respeito da aprovação de outras atividades exercidas por entidades administradoras, item 5.1 do Edital, por se tratar de regras específicas aplicáveis àqueles entes regulados, não opinaremos e confiamos no juízo da CVM ao formular a proposta de alteração normativa.

4.2. No que concerne ao item 5.2 do Edital, que trata da aprovação prévia de normativos propostos por entidades administradoras e de depositários centrais, manifestamos nossa concordância com a proposta, de tornar essa aprovação obrigatória apenas em casos de relevância substancial. Esta abordagem tem o mérito de prevenir a sobrecarga de pedidos de aprovação que não implicam alterações de grande magnitude, com impacto sistêmico ou estrutural no mercado, suas operações, participantes ou investidores. Apoiando a proposta apresentada no Edital, ressaltamos a prática já estabelecida pela principal entidade administradora de mercado no Brasil, a B3, que regularmente consulta seus participantes e mantém câmaras consultivas para tal fim. Essa prática de engajamento e consulta, juntamente com a competência regulatória da CVM de intervir e requerer a aprovação de alterações que, embora inicialmente não consideradas de materialidade relevante pela entidade, possam, sob uma análise mais aprofundada, revelar-se de impacto significativo, oferece uma salvaguarda eficaz contra a implementação de mudanças que possam afetar adversamente o mercado sem o devido escrutínio.

4.3. Por fim, em relação ao item 5.3 e as mudanças no rito de MRP, o entendimento da ANCORD é que as mudanças visam corrigir assimetrias e incrementar a eficácia da função regulatória da CVM. Conforme interpretamos a redação sugerida percebe-se a intenção de eliminar a possibilidade de recurso à CVM em matérias concernentes ao MRP direcionando o foco da autarquia para atividade de supervisão sem que haja sem que haja intervenção nas decisões, sejam elas recorríveis ou não, tomadas no âmbito da autorregulação. Considerando a estrutura de mercado atual, as decisões seriam em duplo grau na BSM. Os recursos, tanto da instituição reclamada como do reclamante, serão apreciados pelo Conselho de Supervisão de forma final/definitiva



e não mais pela CVM. Os casos concretos serão apreciados na estrutura de autorregulação inclusive em sede recursal e a CVM, no que se refere ao MRP, atuará em situações abstratas, principiológicas e supervisionará visando o adequado desenvolvimento do mercado e eficiência do MRP afastando, por exemplo, distorções, mas, repita-se, sem interferir ou alterar as decisões e julgamentos proferidos na estrutura de autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado.

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