

São Paulo, 15 de abril de 2024

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

E-mail: conpublicaSDM0623@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 06/23

Prezados Senhores,

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários ao Edital de Consulta Pública SDM nº 06/23, de 18.12.2023 (“Consulta Pública”), que propõe minuta de resolução (“Minuta”) com escopo de aprimorar a regulamentação aplicável às entidades administradoras de mercado organizado, especialmente em relação à aquisição de participação no capital social dessas entidades, alterando dispositivos da Resolução CVM nº 135, de 10.06.2022 (“RCVM 135”) e da Resolução CVM nº 31, de 19.05.2021 (“RCVM 31”).

2. Essa manifestação está dividida nas seguintes seções, que se referem às matérias tratadas na Consulta Pública sobre as quais a B3 irá se manifestar:

- I. Alterações às regras que versam sobre a participação no capital social votante das entidades administradoras de mercados organizados. Essa seção está subdividida em:
 - I.1. Considerações preliminares
 - I.2. Fundamento para manutenção da vedação absoluta: a natureza do conflito de interesses e seus efeitos
 - I.3. Situações de materialização do conflito de interesses
 - I.4. Supervisão das entidades administradoras que contam com acionista-participante relevante pelo regulador
 - I.5. Autorização prévia para participação relevante
 - I.6. Aprimoramentos nos mecanismos de mitigação de conflitos de interesse

- II. Participação de entidade administradora no capital social de participantes de mercado organizado
- III. Aprovação prévia de outras atividades exercidas por entidades administradoras
- IV. Aprovação prévia de normativos de entidades administradoras e de depositários centrais.

3. Esta manifestação contém, ainda, os seguintes anexos:

- I. Anexo I: Considerations of Banks & Brokers Investing in National Securities, elaborado por Rock Advisory LLC (“Memorando Rock Advisory”);
- II. Anexo II: Nota técnica elaborada por Yazbek Advogados (“Nota Técnica Yazbek”);
- III. Anexo III: Nota técnica elaborada por BMA Advogados (“Nota Técnica BMA”); e
- IV. Anexo IV: Nota técnica elaborada por Barbosa Sociedade de Advogados (“Nota Técnica Barbosa”).

4. A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em [azul](#), enquanto as sugestões de exclusões estão identificadas por um tachado simples e destacadas em [vermelho](#).

I. Alterações às regras que versam sobre participação no capital social votante de entidades administradoras de mercado organizado

I.1 Considerações preliminares

5. Em setembro de 2022, a CVM solicitou à B3 insumos de caráter técnico e referências sobre o tratamento, em outras jurisdições, sobre as limitações, previstas na regulamentação em vigor, à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados, com o objetivo de balizar sua decisão sobre o tema em geral e, em especial, quanto aos seguintes aspectos:

- (i) pertinência da manutenção do regime atual da limitação da participação que pode ser detida por pessoas autorizadas a operar em mercado organizado no capital social votante de entidades administradoras desses mercados;
- (ii) adequação do limite de 10% previsto na RCVM 135, com indicação, se for o caso, do limite considerado adequado e do critério utilizado; e
- (iii) mecanismos para mitigar conflitos de interesse potencialmente resultantes de uma flexibilização da restrição em questão.

6. Em sua resposta à CVM, a B3, em resumo, manifestou o entendimento de que as restrições à participação no capital social das entidades administradoras de mercado organizado previstas na RCVM 135 estão em linha com os *benchmarks* internacionais e deveriam ser mantidas.

7. Em linhas gerais, a B3 demonstrou que essas restrições foram introduzidas na regulamentação no contexto do processo de desmutualização dessas entidades, como forma de tratar o conflito de interesses inerente a essa relação, e que diversas jurisdições adotam mecanismos de restrição ou controle relacionados à participação no capital social de entidades administradoras de mercados regulados.

8. Nesse contexto, a amplitude dos deveres atribuídos pela regulamentação às entidades administradoras que afetam seus participantes evidencia a necessidade de preservação da entidade contra a ingerência excessiva de seus participantes. Esses deveres, em consonância com o art. 14 da RCVM 135, têm como objetivo maior a preservação dos mercados, uma vez que a materialização de situações envolvendo conflito de interesses podem resultar em favorecimento comercial e/ou a utilização de práticas não igualitárias de mercado por um acionista-participante, prejudicando a concorrência entre intermediários, desvirtuando o dever de melhor execução (*best execution*) e, ainda, gerando um aumento do custo de observância na supervisão de entidades administradoras e participantes de mercado.

9. Adicionalmente, a B3 externou que, caso a CVM optasse por flexibilizar as restrições, seria imprescindível a adoção de medidas regulatórias que pudessem mitigar os potenciais conflitos de interesse, propondo que a regra previsse a

aprovação da CVM para incrementos de participação a partir de um determinado patamar do capital votante, manutenção de medidas de governança que garantissem a independência e complementariedade da autorregulação e a inclusão de um dever expresso dos acionistas relevantes agirem em benefício da entidade administradora e do mercado.

10. No Edital da Consulta Pública, a CVM propõe, em linhas gerais, (i) a exclusão da vedação absoluta a que participantes de mercado organizado de bolsa tenham participação superior a 10% do capital social votante das entidades administradoras desse mercado; (ii) que a aquisição de participação societária direta ou indireta igual ou superior a 15% do capital social votante das entidades administradores de mercado organizado estejam sujeitas a aprovação prévia da CVM; e (iii) condicionantes mínimas para a aprovação, pela CVM, dessa aquisição.

11. Conforme já explorado em sua resposta à consulta restrita, a B3 entende que a vedação absoluta, a partir de um determinado percentual, à participação votante de participantes do mercado organizado de bolsa no capital das entidades administradoras deveria ser mantida, tendo em vista a gravidade dos efeitos que decorrem dos conflitos de interesse advindos da possibilidade dessa participação em percentual superior a 10% do capital social votante e os riscos que esses conflitos impõem à higidez e ao desenvolvimento do mercado brasileiro.

12. Se, a despeito dos comentários acima, a CVM optar por excluir a vedação absoluta, a B3 apresenta suas contribuições sobre a proposta de autorização para aquisição de participação, bem como sobre os mecanismos e salvaguardas propostos para tratamento do conflito de interesses.

I.2 Fundamento para manutenção da vedação absoluta: a natureza do conflito de interesses e seus efeitos

13. Na resposta à consulta restrita, a B3 demonstrou que as preocupações regulatórias que foram levadas em consideração na Instrução CVM nº 461, de 23.10.2007 ("ICVM 461"), ainda permanecem, uma vez que os conflitos de interesses inerentes à relação entre as entidades administradoras de mercado organizado e os participantes dos mercados que elas administram continuam existindo.

14. Uma limitação rígida a essa participação, prevista na regulamentação, estabelece uma fronteira clara ao mercado, em linha com o disposto no edital de audiência pública que deu origem à ICVM 461, que afirma que nenhum participante deve utilizar *“sua participação societária para colocar a Entidade Administradora a seu serviço, colocando barreiras à concorrência com outros intermediários e prejudicando, nessa medida, os interesses dos investidores e o interesse público no bom funcionamento do mercado”*.

15. Reforça essa percepção o fato de que o mercado brasileiro conta com uma indústria de intermediação sofisticada, robusta e com participantes de grande porte, que acompanharam o crescimento do mercado de valores mobiliários nos últimos anos e que competem intensamente entre si. Nesse cenário, uma vedação absoluta à participação superior a um limite do capital social votante das entidades administradoras desse mercado parece ser ainda mais necessária do que naquele existente na época de edição da ICVM 461.

16. A B3 também mostrou que outras jurisdições adotam a mesma abordagem de limitação rígida à participação de participantes no capital votante nas entidades administradoras de mercado organizado, conforme consta no edital da Consulta Pública, o que corrobora a atualidade dessa opção regulatória. Entre essas, encontram-se países que contam com mercados maduros, como EUA e Japão, e outros cujos mercados têm similaridade com o brasileiro, como México, Índia e Austrália¹.

¹ Embora um dos fundamentos apresentados para a alteração da regra seja o de retirar barreiras à entrada de entidade administradora concorrente, o fato é que algumas das jurisdições com a regra similar à brasileira têm mais de uma entidade administradora de mercado organizado sem que tal regime regulatório tenha impedido o desenvolvimento de concorrência entre entidades. A Nota Técnica Barbosa aborda bem esse dado: “Nesse sentido, há ao menos sete países que adotam abordagem regulatória similar à brasileira, ou seja, impõem vedação absoluta à aquisição de participação no capital social das entidades administradoras de mercado por participantes, diferenciando-se apenas em função dos percentuais de participação societária admitidos. Em todos esses mercados, sem exceção, há mais de uma entidade administradora, com destaque para a Índia, que conta com pelo menos cinco entidades, Austrália e Japão, com pelo menos quatro e Argentina, com pelo menos três, além dos Estados Unidos, no qual existem pelo menos oito entidades administradoras de mercados organizados. Houvesse uma relação relevante de causa e efeito entre a restrição e as condições de concorrência no segmento, esses dados certamente refletiriam um quadro distinto e teriam sido apresentados no bojo da consulta pública”.

17. Conforme mencionado no Memorando Rock Advisory², é importante observar que a definição dos limites apropriados para participação em entidades administradoras de mercado organizado deve considerar o contexto do mercado e a magnitude do potencial impacto que o aumento ou a diminuição dessa participação podem exercer. Seguindo a regra do mercado americano referente ao limite de participação no capital social de entidades administradoras, por exemplo, a efetiva influência de uma única entidade no mercado como um todo é reduzida e diluída num ambiente em que há fragmentação de mercado. Esse cenário é diferente no Brasil, que conta com um mercado concentrado e que, portanto, uma participação relevante por um participante no capital de uma entidade administradora pode gerar impactos mais amplos, significativos e substanciais.

18. O que torna o **conflito de interesses único e extremamente relevante** nas situações em que participantes tenham um percentual relevante de participação no capital das entidades administradoras de mercado organizado é que esse conflito **(i) não se limita à esfera societária, mas é verificado, com maior força, na própria operação da entidade administradora** em situações que não necessariamente passam pelos órgãos decisórios, o que torna sua mitigação extremamente desafiadora e custosa sob o ponto de vista operacional, uma vez que a entidade administradora terá que dedicar esforços no estabelecimento e monitoramento de controles adicionais de segregação de ambientes; e **(ii) seus efeitos não são limitados à entidade e seus acionistas, mas, pelo contrário, podem afetar a própria estrutura do mercado de capitais do país**, especialmente considerando o relevante papel das entidades administradoras de mercado organizado como entidades auxiliares da CVM³.

19. Com efeito, muitas das decisões que geram impacto no dia a dia dos participantes sequer passam por deliberação dos órgãos societários, sendo tomadas na própria atividade cotidiana da entidade administradora de mercado organizado, como na decisão pelo investimento em novos produtos e decisões sobre a concessão de benefícios tarifários⁴.

² Ver seção do Memorando Rock Advisory intitulada "The Broker Cap and Exchange Ownership Restrictions Should Account for the Markets they Operate In".

³ Lei nº 6.385, de 1976: "Art. 17 (...) § 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas."

⁴ Ver, nesse sentido, a seção intitulada "Riscos da flexibilização para o mercado" da Nota Técnica Barbosa.

20. Além disso, conforme mencionado no Memorando Rock Advisory⁵, a confiança dos investidores na neutralidade e imparcialidade de infraestruturas de mercado é a base de qualquer mercado de capitais. Essa confiança, por sua vez, é essencial para promover a liquidez e uma formação de preços adequada. Logo, a materialização de conflitos de interesse decorrentes da participação de um intermediário no capital social da entidade administradora de mercado pode comprometer a confiança dos investidores e gerar impactos no mercado como um todo, com efeitos a longo prazo.

21. A seguir, passamos a identificar algumas situações potenciais em que o conflito de interesses se materializa na participação de participantes de um mercado no capital da entidade administradora, e que evidenciam a necessidade de previsão de limites a essa participação.

II.3 Situações de materialização do conflito de interesses

Acesso de participantes

22. A RCVM 135 determina que a entidade administradora de mercado organizado deve manter regulamento sobre acesso de participantes aos seus mercados, que incluem condições para admissão e permanência de participantes nos mercados administrados e hipóteses de suspensão e exclusão de participantes (art. 15, §1º, inciso I⁶, e art. 84⁷).

⁵ Ver, nesse sentido, a seção intitulada "Introduction" do Memorando Rock Advisory.

⁶ "Art. 15. A entidade administradora de mercado organizado deve desenvolver e manter regras de organização e funcionamento de seus ambientes e sistemas de negociação ou de registro de operações previamente realizadas.

§ 1º As regras de que trata o caput devem incluir, no mínimo:

I – regulamento de participantes dispondo, dentre outros, sobre:

a) condições para admissão e permanência de participantes nos mercados administrados, bem como prazos e procedimentos aplicados na análise de pedidos de admissão e de recursos sobre essa decisão;

b) hipóteses relativas à suspensão e exclusão de participantes, bem como prazos e procedimentos aplicados na análise de recursos contra essa decisão; e

c) definição das classes, direitos e responsabilidades dos participantes dos mercados administrados; (...)"

⁷ "Art. 84. O regulamento da entidade administradora de mercado organizado relativo à admissão e manutenção de participante deve dispor, no mínimo, sobre:

I – eventuais necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas;

II – segregação de atividades e outras medidas destinadas a prevenir conflitos de interesse;

III – a obrigatoriedade de adoção do padrão UTC para sincronização de relógios bem como a acurácia e precisão exigidas;

23. Também é responsabilidade da entidade administradora de mercado organizado realizar processo de admissão de novos participantes, considerando a estrutura organizacional, de controles internos e outros requisitos de funcionamento (art. 83, *caput* e parágrafo único⁸), tais como econômicos e financeiros, operacionais e funcionais, e técnicos e relacionados à segurança da informação.

24. Nesse contexto, a entidade administradora de mercado organizado não somente estabelece as regras e parâmetros objetivos para que um participante tenha acesso ao mercado que administra, como também avalia, ao longo do tempo, a manutenção do cumprimento dos requisitos de acesso pelos participantes.

25. Embora a RCVM 135 deixe claro, no parágrafo único do art. 83, acima citado, que os requisitos de admissão de participantes devem observar os princípios de igualdade de acesso e o respeito à concorrência, deve-se reconhecer que existe um claro conflito na participação de um acionista-participante na determinação desses requisitos. Assim, um acionista-participante relevante pode influenciar no estabelecimento de regras e requisitos mais restritivos, que elevem as exigências de acesso a demais participantes, ainda que, de forma geral, não haja clara desigualdade nesses requisitos.

26. Da mesma forma, ainda que determinadas regras não sejam alteradas, a interpretação e aplicação de tais regras podem ser conduzidas de uma forma a favorecer determinados participantes, sobretudo na verificação da manutenção dos requisitos de acesso pelos participantes.

IV – existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado;

V – necessidade de adesão ao regulamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, se houver; e

VI – hipóteses em que a autorização para operar no mercado pode ser suspensa ou cancelada.

Parágrafo único. As entidades administradoras de mercado organizado podem estabelecer outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de participantes.

⁸ “Art. 83. Para a admissão de participante, a entidade administradora de mercado organizado deve considerar a estrutura organizacional e de controles internos do interessado, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome, bem como o atendimento às exigências previstas no regulamento aprovado por seu conselho de administração sobre a admissão, suspensão e exclusão de participantes.

Parágrafo único. Os requisitos de admissão de que trata este artigo devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.”

Listagem de emissores

27. O conflito de interesses também pode existir no processo de listagem de emissores na entidade administradora de mercado organizado.

28. De acordo com a RCMV 135, as entidades administradoras de mercado organizado definem as regras e requisitos para listagem de emissores cujos valores mobiliários são admitidos em seus mercados.⁹ Por outro lado, as instituições financeiras autorizadas a atuar no sistema de distribuição de valores mobiliários podem desempenhar o papel de coordenadores de ofertas públicas em novas emissões, o que, dentre outros, envolve a modelagem da operação (avaliação da viabilidade da distribuição) e realização da diligência (*due diligence*) sobre as informações da empresa a ser listada¹⁰.

29. O acionista-participante poderia, portanto, ter influência na determinação e na análise dos requisitos para listagem pela entidade administradora, de forma a privilegiar seus clientes, o que caracteriza flagrante conflito.

30. Citamos abaixo um caso ocorrido no mercado americano que reforça que a definição e análise de requisitos de listagem estão sujeitos à interpretação de cada entidade administradora de mercado organizado, podendo tal análise ser influenciada por interesses específicos, como é o caso de um acionista-participante relevante.

31. A American Stock Exchange (AMEX), terceira maior bolsa dos Estados Unidos nos anos 2000 em termos de companhias listadas e que foi adquirida pelo grupo

⁹ Art. 15. A entidade administradora de mercado organizado deve desenvolver e manter regras de organização e funcionamento de seus ambientes e sistemas de negociação ou de registro de operações previamente realizadas.

§ 1º As regras de que trata o caput devem incluir, no mínimo: (...)

III – regulamento sobre listagem de emissor, se houver, e sobre admissão de valores mobiliários à negociação, indicando, no mínimo:

a) requisitos para a listagem de emissor de valores mobiliários e hipóteses em que a listagem pode ser cancelada, se houver;

b) requisitos para a admissão à negociação de valores mobiliários nos mercados administrados; e

c) hipóteses em que se procederá à suspensão ou exclusão da negociação de valor mobiliário, observado o disposto no art. 97;

d) forma pela qual as decisões de cancelamento e suspensão a que se referem as alíneas “a” e “c” serão divulgadas aos participantes e investidores; e (...)

¹⁰ Deloitte Brasil (2020) Preparação e custos para abertura de capital no Brasil – uma análise sobre as ofertas de ações no País entre 2004 a 2020. Disponível em:

<https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/custos-para-abertura-de-capital.html>

NYSE Euronext em 2008, estabeleceu em suas diretrizes de listagem a possibilidade de aprovar empresas que não atendessem inicialmente aos critérios quantitativos definidos pela própria bolsa, além de prever requisitos qualitativos subjetivos, como restrição a empresas que oferecessem apenas um produto ou serviço, ou que atendessem a um número limitado de clientes.

32. Essa flexibilização permitiu que, de acordo com relatório divulgado em 2001¹¹, 22% das empresas listadas na AMEX não cumprissem os requisitos quantitativos estipulados. No mesmo relatório também se constatou que a AMEX não conduzia adequadamente e em tempo hábil a deslistagem de empresas: cerca de 10% das empresas listadas não atendiam plenamente aos requisitos para manutenção da listagem, e para algumas delas a não-conformidade já se estendia por mais de dois anos. Esses aspectos chamaram a atenção do regulador para os potenciais riscos aos investidores, na medida em que se confiava que as empresas listadas passassem pelos mesmos e rigorosos critérios de avaliação, e culminou em uma investigação das operações da bolsa em 2001, levando-a a aprimorar sua política de listagem.

33. Como se pode notar, além do potencial desincentivo para a manutenção de regras de listagem claras, objetivas e uniformes a todos os participantes, a alteração implicaria um aumento substancial dos custos de supervisão da CVM, que é responsável por verificar o efetivo cumprimento, por parte das entidades administradoras de mercado organizado, dos critérios de listagem por elas estabelecidos.

Produtos, serviços e benefícios

34. Parte relevante da função de uma entidade administradora de mercado organizado é atuar no desenvolvimento de novos produtos e serviços de interesse do mercado.

35. É comum que participantes tenham visões diferentes e conflituosas na estruturação de um produto ou serviço; a entidade administradora deve procurar conciliar os interesses divergentes e viabilizar produtos ou serviços que estejam

¹¹ United States General Accounting Office (2001) Securities Regulation – Improvements needed in the Amex Listing Program. Disponível em: <https://apps.dtic.mil/sti/tr/pdf/ADA397532.pdf>.

alinhados com o aprimoramento do mercado como um todo. Em alguns casos, a estruturação de um determinado serviço ou produto pode esbarrar no interesse de determinados participantes, seja em razão dos efeitos que vai gerar nos seus negócios diretamente ou pelos custos adicionais que pode representar.

36. A própria decisão de alocação de capital na entidade administradora – por exemplo, priorizando investimentos que sejam relevantes para a solidez e resiliência do mercado em detrimento do desenvolvimento de produtos que possam interessar ao acionista-participante, pode levar a uma situação de conflito.

37. No Memorando Rock Advisory são citados dois exemplos de conflito que pode advir da influência de um participante nas decisões sobre produtos da entidade administradora de mercado. O primeiro refere-se à criação das *flash orders* no mercado americano, que envolviam a disponibilização de parte do fluxo de ordens a um grupo de participantes de mercado, em um feed privado, por uma fração de segundos antes do restante do mercado¹². A Direct Edge¹³ iniciou essa prática em 2009, o que levantou preocupações de acesso desigual aos dados de mercado e possível desincentivo à divulgação de operações por parte de outros participantes. Apesar de dois concorrentes terem cessado essa prática, a Direct Edge inicialmente optou por continuar, mas acabou por encerrá-la em 2011, quando a SEC resolveu avaliá-la¹⁴. Cabe comentar que, na época, a Direct Edge pertencia a um consórcio formado por algumas instituições financeiras, incluindo participantes e formadores de mercado que poderiam se beneficiar com essa prática.

38. O segundo exemplo refere-se à atuação da Members Exchange (MEMX)¹⁵, bolsa de valores dos Estados Unidos aprovada em 2020 pela SEC e cujos sócios incluem intermediários e formadores de mercado¹⁶. De acordo com o Memorando,

¹² Ver a seção intitulada “Conflicts of Interest & Perceptions of Favoritism” do Memorando Rock Advisory.

¹³ Direct Edge era uma bolsa de valores localizada em Jersey City, New Jersey, Estados Unidos. Em janeiro de 2014, a BATS Global Markets e a Direct Edge fizeram uma reestruturação societária, por meio da qual combinaram suas atividades em uma sociedade que passou a usar o nome de BATS Global Markets.

¹⁴ Fontes: <https://www.reuters.com/article/idUSTRE56Q4B3/>, <https://www.ft.com/content/2907b76a-963c-11de-84d1-00144feabdc0> e <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703409304576166930877474292>

¹⁵ Ver a seção intitulada “Too Much Influence Stifles Independence” do Memorando Rock Advisory.

¹⁶ Members Exchange (MEMX) é uma bolsa de valores controlada pela MEMX Holdings, consórcio formado por um grupo de investidores, incluindo bancos e intermediários. Na aprovação como bolsa de valores pela SEC, foi incluída a restrição de que nenhuma instituição do grupo poderia deter mais de 40% do capital social da MEMX Holding, e particularmente intermediários não poderiam deter mais de 20% do capital social. Adicionalmente, nenhuma instituição poderia deter mais de 20% do direito a voto da MEMX Holdings. Fonte: <https://www.sec.gov/files/rules/other/2020/34-88806.pdf>.

a participação de intermediários no capital social da MEMX pode influenciar sua independência e capacidade de competir e inovar no mercado, especialmente no contexto atual de revisão regulatória das regras de estrutura de mercado pela SEC. Entre as regras em discussão, destaca-se a Order Competition Rule¹⁷, que visa ampliar a competição para execução de ordens de investidores não-qualificados e que pode impactar intermediários e formadores de mercado atuantes neste fluxo hoje. Segundo o Memorando, outras bolsas de valores e Alternative Trading Systems (ATS) já estão se preparando para desenvolver funcionalidades e capturar este fluxo de ordens assim que a regra for aprovada, enquanto a MEMX não deve ser a precursora neste tema diante dos interesses de seus acionistas, que incluem os três maiores formadores de mercado responsáveis por cerca de 70% do volume de investidores não-qualificados negociado fora do ambiente de bolsa. De fato, a MEMX manifestou-se contra a criação dessa regra em manifestação pública sobre o tema, ainda que ela possa beneficiar as bolsas de valores, incluindo a própria MEMX.

39. Também vale mencionar o caso da National Stock Exchange (“NSE”) na Índia, que em 2022 foi multada por beneficiar alguns de seus clientes através da conexão a servidores menos “carregados” e com poucos clientes, colocando em desvantagem outros clientes conectados a servidores mais sobrecarregados¹⁸.

40. Conflitos de interesse dessa natureza também podem ser materializados na tarifação ou concessão de benefícios tarifários por entidades administradoras de mercado.

41. De acordo com o Memorando Rock Advisory¹⁹, os interesses de intermediários e entidades administradoras quanto à tarifação de produtos e serviços costumam ser conflitantes. Enquanto intermediários, muitas vezes, buscam primordialmente tarifas reduzidas, as entidades administradoras buscam equilibrar esses interesses com a necessidade de investimento em infraestrutura e tecnologia

¹⁷ *Order Competition Rule* é uma nova regra em discussão no mercado americano, em que a execução de ordens de investidores não-qualificados a um determinado preço em plataformas restritas poderia ocorrer somente após a exposição de tais ordens ao mesmo preço, em um leilão qualificado com competição aberta. Fonte: <https://www.sec.gov/rules/2022/12/order-competition-rule>.

¹⁸ Fontes: <https://www.indiafoline.com/news/markets/sebi-fines-nse-former-ceo-in-co-location-case> e https://www.sebi.gov.in/enforcement/orders/jun-2022/adjudication-order-in-respect-of-8-entities-in-the-matter-of-nse-corporate-governance_60486.html

¹⁹ Ver Seção intitulada “Broker led exchange consortiums tend to focus mainly on lowering costs which could raise concerns in a world of technical complexity” do Memorando Rock Advisory.

visando manter a eficiência e resiliência operacional, segurança e bom funcionamento do mercado. Embora a busca por tarifas otimizadas seja importante, participantes-acionistas com participação relevante na entidade administradora podem adotar a redução de tarifa como objetivo principal de sua gestão, o que pode comprometer a qualidade técnica e operacional da infraestrutura para o mercado. De acordo com o Memorando, um exemplo é a própria MEMX, previamente mencionada nesta manifestação: desde sua fundação em 2019, muito se fala sobre seu objetivo principal ser a redução de tarifas para o mercado, enquanto o objetivo de aprimoramento da resiliência e integridade dos serviços prestados é pouco mencionado. Essa preocupação foi externalizada pela NASDAQ no processo de aprovação da MEMX, que mencionou que uma bolsa de valores não deveria ignorar suas responsabilidades de manter os mais elevados padrões de excelência operacional e regulatória, em benefício dos interesses de seus fundadores e acionistas.

42. Ainda no aspecto tarifário, um acionista-participante relevante pode usar de sua influência para incentivar a negociação somente de produtos de seu interesse ou de seus clientes, o que pode impactar o desenvolvimento e avanço do mercado como um todo. Benefícios tarifários e programas de incentivo poderiam ser criados de maneira direcionada, beneficiando o participante e seus clientes em detrimento de outros participantes concorrentes. Pode-se, ainda, condicionar a concessão de benefícios tarifários na entidade administradora ao uso de produtos ou serviços do acionista-participante relevante, e vice-versa, o que pode distorcer a competição no mercado e prejudicar seu bom funcionamento.

43. Um exemplo que pode ser citado desse tipo de discussão ocorreu entre infraestruturas de mercado financeiro ("IMF"). Não há atualmente vedação para que os participantes de uma IMF, sejam entidades registradoras, depositários centrais ou sistemas de liquidação, tenham participação em seu capital social.

44. Tomando-se por base o atual cenário das IMF no Brasil, há estruturas de IMF controladas por seus participantes, tendo esse tema, inclusive, sido citado no contexto de demanda judicial²⁰ que discutia o pagamento de tarifas envolvendo

²⁰ Processo Judicial nº 1118944-03.2021.8.26.0100 perante a 1ª Vara Cível do Foro Central Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, tendo por requerente Stone Sociedade de Crédito Direto S.A e requerido Cerc Central de Recebíveis S.A. e Processo Judicial nº 1003239-20.2022.8.26.0100 perante a 12ª Vara Cível do Foro

duas entidades registradoras de ativos financeiros e o controlador de uma dessas registradoras²¹.

45. A influência do controlador de uma IMF em suas decisões e estratégia pode se manifestar de diversas maneiras e possui um efeito significativo tanto na precificação de produtos e serviços, inclusive quanto a tarifas atinentes à estrutura de interoperabilidade entre as diversas IMF do mercado ou na definição de regras aplicáveis aos produtos e serviços.

46. O exemplo citado ocorreu no mercado de recebíveis de arranjos de pagamento²², em que há exclusividade de registro de agenda de recebíveis pelas credenciadoras ou subcredenciadoras junto a determinada IMF. As tarifas de interoperabilidade podem ser fator limitante para o acesso de outros players desse mercado (financiadores) à agenda de recebíveis de uma determinada credenciadora ou subcredenciadoras. Uma vez que o controlador da IMF também é participante da IMF, as decisões a respeito da definição de tarifas como essa podem ser influenciadas para fornecer vantagens comerciais para o controlador.

47. A definição de regras para produtos e serviços por uma IMF poderia também estar sujeita a conflitos de interesses, podendo orientar as decisões de determinada IMF de acordo com as estratégias e produtos do seu controlador.

48. De fato, além das situações relativas a tarifação mencionadas acima, a influência relevante de um acionista-participante nas decisões da entidade administradora de mercado poderia ser utilizada para obtenção de vantagem sobre outros participantes, como a concessão de benefícios como menor latência no acesso a dados para acionistas ou clientes específicos ou mesmo a priorização de matérias que são do interesse do participante e seus clientes, embora não sejam do interesse dos demais participantes do mercado.

Central Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo tendo por requerente Cerc Central de Recebíveis S.A. e por requerido Tag Tecnologia para o Sistema Financeiro S.A.

²¹ No ensejo do processo judicial, muito embora não fosse o objeto da ação, chegou a ser abordada a possibilidade de existência de ação coordenada entre as subsidiárias de um mesmo grupo econômico para fins de obtenção de vantagens concorrenciais.

²² Regulados pela Resolução BCB 264 de 25 de novembro de 2022.

49. Nos cenários indicados, os incentivos para o exercício de posição societária relevante que vise beneficiar os interesses do participante e seus clientes em detrimento dos interesses do mercado ou dos interesses de outros participantes são evidentes e, muitas vezes, difíceis de serem devidamente apurados ou mitigados por mecanismos de controle. Os interesses privados e legítimos dos participantes nem sempre serão de conhecimento do mercado, o que torna o tratamento da questão especialmente complexo.

Dever de melhor execução (*best execution*)

50. No que toca ao dever de *best execution*, seria possível ao participante arbitrar os valores das taxas de corretagem, de forma a direcionar o fluxo de negócios de seus clientes para a entidade na qual detém participação societária relevante e, portanto, que lhe oferece, indiretamente, maiores benefícios.

51. Se adotada, tal prática poderia criar distorções e se revelar danosa ao mercado, desequilibrando a competição entre mercados organizados e permitindo que o participante de mercado adotasse política comercial mais agressiva, a qual poderia ser compensada pelos ganhos obtidos pela entidade administradora de mercado organizado na qual possui participação societária relevante. Esse cenário poderia resultar em possíveis prejuízos para os investidores, já que poderiam ter uma execução menos favorável devido a interesses comerciais. Adicionalmente, o impacto pode ser ainda maior para investidores não-qualificados, uma vez que o desembolso total da operação, que inclui quaisquer despesas suportadas pelo investidor, deve ser o fator preponderante para a definição de melhor execução.

52. Além da possível diferença em taxa de corretagem, o dever de *best execution* também pode ser impactado caso o participante direcione ordens de seus clientes apenas para a entidade na qual detém participação, sem levar em consideração fatores como melhor preço, liquidez ou velocidade de execução, o que pode incorrer em potenciais prejuízos ao investidor.

53. Exemplos da materialização desse conflito podem ser encontrados no mercado americano, em que dois participantes foram multados em US\$2 milhões

pela FINRA em 2022 por falhas no cumprimento do dever de *best execution*²³. Nos dois casos, de 2014 a 2019 os participantes direcionaram ordens de seus clientes a plataformas próprias de negociação (ATSs) antes de roteá-las a outras plataformas e bolsas de valores, sem considerar neste roteamento a avaliação de aspectos tais como preço e velocidade, ainda que outras plataformas tenham apresentado desempenho superior em termos de qualidade de execução. Essa dinâmica impactou a execução total das ordens dos clientes, uma vez que estavam sujeitos a taxas de execução menores nessas plataformas.

Acesso a informações privilegiadas ou comercialmente sensíveis

54. As entidades administradoras de mercado organizado têm acesso a informações privilegiadas ou comercialmente sensíveis de participantes, investidores e emissores, nos mais diversos âmbitos: seja na prospecção de emissores e investidores potenciais, nos processos para listagem de emissores, nas operações de investidores e participantes de mercado, ou em estratégias comerciais que as instituições querem desenvolver com o apoio da entidade administradora.

55. As próprias informações sobre as ofertas do livro central são valiosas, pois consolidam interesses de compra e venda de investidores e participantes para os mais diversos produtos.

56. Os acionistas-participantes relevantes poderiam ter acesso a informações como clientes e volumes negociados de participantes concorrentes, informações privilegiadas sobre emissores e os valores mobiliários de sua emissão, ou mesmo acesso antecipado às ofertas do livro central, ainda que com microssegundos de antecedência, o que permitiria práticas de *front-running*. O acesso a informações de investidores e volumes negociados de concorrentes pode ser especialmente complexo e sensível na estrutura do mercado brasileiro, na medida em que se tem acesso às informações dos clientes finais, e não apenas dos intermediários.

57. Um exemplo da materialização deste tipo de conflito refere-se à investigação conduzida pela SEC de 2018 a 2021 quanto ao vazamento de informações confidenciais por um participante de mercado sobre operações de grandes lotes de

²³ Fontes: <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-deutsche-bank-securities-inc-2-million-best-execution> e <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-barclays-capital-inc-2-million-best-execution-violations>.

ações. A investigação foi concluída em 2023 após um acordo no qual o participante concordou em pagar uma multa de quase US\$250 milhões de dólares²⁴. A SEC impôs multas a mais de cinco instituições em 2014, 2015, 2016 e 2018 devido a casos semelhantes de favorecimento de clientes e acesso desigual em *dark pools*²⁵, incluindo o caso da ITG, uma corretora independente que foi multada em US\$20,3 milhões em agosto de 2015 por gerir uma mesa de operações secreta e se beneficiar de informações confidenciais de clientes através de seu *dark pool*²⁶.

Regras de conduta, ressarcimento de prejuízos e fiscalização

58. O artigo 18 da RCVM 135 estabelece que as entidades administradoras de mercado organizado devem desenvolver e manter regras de conduta necessárias ao funcionamento eficiente e regular do mercado e à manutenção de elevados padrões éticos nos mercados administrados, aplicáveis, entre outros, aos participantes dos mercados administrados, bem como prever sanções aplicáveis em caso de seu descumprimento.

59. Tal disposição deixa, desde logo, evidente o alto potencial de conflito de interesse entre um acionista-participante relevante e a entidade administradora de mercado que estabelece as regras de conduta e as aplica, uma vez que tal acionista-participante relevante poderia influir na elaboração e aplicação de regras a si próprio e a seus concorrentes.

60. Além disso, o acionista-participante relevante poderia influir nos critérios e mecanismos para ressarcimento de prejuízos em caso de incidentes indenizáveis, pela entidade administradora, a si mesmo, a seus clientes ou a seus concorrentes.

61. Um exemplo deste tipo de conflito é mencionado no Memorando Rock Advisory²⁷, e trata sobre sanção aplicada a CBOE em 2018 pela SEC. Na ocasião, a

²⁴ Fonte: <https://www.nytimes.com/2024/01/12/business/morgan-stanley-block-trades.html>

²⁵ Fonte: <https://www.theguardian.com/business/2016/jan/31/barclays-and-credit-suisse-to-pay-biggest-ever-fines-for-dark-pool-trading>

²⁶ Fonte: <https://www.financemagnates.com/institutional-forex/regulation/itg-fined-12-million-to-settle-sec-probe-into-its-dark-pool/>

²⁷ Ver Seção intitulada "Raising the Broker Ownership Cap Could Further Cloud an Exchange's Operational and Regulatory Judgements" do Memorando Rock Advisory.

SEC avaliou que a CBOE deixou que suas relações comerciais com clientes interferissem em suas responsabilidades de supervisão e autorregulação, falhando no monitoramento e investigação de condutas inadequadas de um dos participantes e apoiando o mesmo em uma investigação conduzida pela SEC em dezembro de 2009. Embora não seja um caso específico vinculado à participação em capital social de entidade administradora, este exemplo demonstra que conflitos dessa natureza podem existir e serem potencializados se o participante for acionista relevante da entidade em questão.

62. Esse cenário poderia trazer impactos expressivos para o mercado como um todo, haja vista que um mercado de capitais saudável passa por uma supervisão adequada do cumprimento de regras e punição de condutas inapropriadas, de modo a trazer credibilidade e segurança aos investidores, emissores e participantes.

II.4 Supervisão pelo regulador das entidades administradoras que contam com acionista-participante relevante

63. Os casos mencionados na subseção II.3, acima, apontam para um cenário em que diversas situações de conflito de interesse podem se materializar nas atividades do dia a dia das entidades administradoras de mercado organizado, a depender de sua configuração.

64. Com efeito, além do possível favorecimento comercial do acionista-participante relevante e da possibilidade concreta de haver falha no dever de *best execution*, a influência direta ou indireta no dia a dia operacional e nas decisões técnicas de uma entidade administradora de mercado organizado podem gerar oportunidades de uso indevido dessa influência, como os casos de acesso privilegiado a informações de clientes e de concorrentes, ou por meio de decisões que afetem a dinâmica do acesso de participantes, de listagem de emissores, de elaboração ou aprimoramento de produtos e serviços e das atividades de monitoramento ou elaboração de regras de conduta atribuídas à entidade administradora.

65. No entendimento da B3, a Consulta Pública acerta ao estender aos acionistas relevantes o dever de “manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público”, conforme estabelecido no art. 14 da RCMV 135. Ainda assim, a remoção do limite rígido estabelecido no atual art. 45 abre caminho para que um acionista-

participante relevante influencie a entidade administradora de mercado organizado a tomar decisões parciais, em benefício deste participante e de seus clientes, em detrimento do interesse do mercado como um todo. Nesse sentido, é forçoso reconhecer não ser simples assegurar, na prática, se o dever estabelecido no art. 14 foi ou não observado adequadamente.

66. Embora mecanismos de controles internos, governança corporativa e segregação de atividades possam ser estabelecidos para mitigar os riscos acima indicados, o efetivo cumprimento das normas estabelecidas e a qualidade de tais mecanismos precisarão ser acompanhados pelo regulador para garantir sua eficácia. Não basta, portanto, que a entidade estabeleça mecanismos de mitigação de conflitos de interesse. Mais importante é, na verdade, garantir que o conflito não influencie as decisões da entidade administradora na prática.

67. Ainda que o risco de influência indevida do acionista-participante relevante não possa ser completamente eliminado, considerando sua natureza, sua mitigação somente pode ser realizada por meio da adoção de supervisão constante pela CVM, o que certamente implicará a necessidade de previsão de novas rotinas de supervisão, com os custos que lhe são pertinentes.

68. A aquisição em 2012 das empresas TMX Group (operadora da Toronto Stock Exchange), Alpha Exchange e CDS (Clearing e Depositária de valores mobiliários canadense) pelo Maple Group²⁸, consórcio de instituições do mercado financeiro e de capitais canadense que incluía participantes, pode ser usada como exemplo para demonstrar a complexidade da supervisão regulatória em estruturas dessa natureza, e o correspondente efeito no aumento de custos de observância.

69. A aprovação dessa operação foi um processo complexo, que envolveu a realização de duas audiências públicas e a definição de uma extensa política para mitigação de conflitos de interesse, com mecanismos adotados pelas instituições adquiridas e pelos próprios membros do Maple Group. Conforme descrito pela Ontario Securities Commission (OSC), antes dessa operação, a atuação do regulador na supervisão da entidade administradora de mercado organizado estava baseada

²⁸ Maple Group era um consórcio de 13 instituições do mercado financeiro canadense, das quais 6 eram participantes da Toronto Stock Exchange (TSX). Os termos de aprovação para aquisição de 91% do capital social do TMX Group, Alpha Exchange e CDS (Clearing e Depositária de valores mobiliários canadenses) previam que nenhuma instituição-membro poderia ter mais de 10% do direito ao voto do Maple Group sem aprovação do regulador. Fonte: <https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-12/223.pdf>.

em três pilares: (i) revisão de informações relacionadas à operação da bolsa de valores e da clearing; (ii) revisão e aprovação de mudanças nas regras de operação da bolsa de valores e da clearing; e (iii) acompanhamento periódico do funcionamento da bolsa de valores e da clearing²⁹. Com a conclusão da operação, o regulador passou a atuar também em temas mais específicos, como aprovação de políticas de tarifação e integração de áreas e funções na companhia, além de exercer uma supervisão aprimorada para endereçar riscos e conflitos que pudessem impactar o interesse público do mercado.

70. Ainda em 2012, meses após a aprovação da operação, o regulador alterou sua política de tarifação e passou a incluir uma taxa de participação para entidades reguladas específicas, além de uma taxa adicional para avaliação de alguns pleitos. Segundo o regulador, a introdução dessas taxas buscou refletir, dentre outros itens, os custos históricos da extensa avaliação do caso Maple Group e custos projetados para uma supervisão aprimorada após aprovação da operação³⁰.

71. Diante de um cenário incerto quanto aos ganhos que tal flexibilização pode gerar, como bem destaca a Nota Técnica Barbosa³¹, frente aos diversos riscos ao funcionamento hígido e eficiente do mercado, a B3 entende que é prematuro colocar uma flexibilização nos termos propostos, sobretudo considerando que os estudos demonstram a falta de dados e elementos técnicos mais robustos a amparar tal medida³².

II.5 Autorização prévia para participação relevante

²⁹ Ontario Securities Commission (2012). *Notice and Request for comment – Maple Group Acquisition Corporation – TMX Group Inc.* Disponível em: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/marketplaces/exchanges/recognized-exchanges/tmx-group-limited-recognition-orders/notice-and-request-comment-maple-group>.

³⁰ Ontario Securities Commission (2012). *Notice of Amendments: OSC Rule 13-502 Fees and Companion Policy 13-502CP Fees.* Disponível em: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/1/13-502/notice-amendments-osc-rule-13-502-fees-and-companion-policy-13-502cp-fees>.

³¹ Ver Seção intitulada “V. Justificativas para a flexibilização” da Nota Técnica Barbosa.

³² Após citar um estudo do *Bank for International Settlements* (BIS), é essa a categórica conclusão constante na Nota Técnica Barbosa: “76. Assim, na ausência de clareza sobre esse aspecto – fundamental para que qualquer solução seja definida – entende-se não apenas prematuro mas desnecessariamente arriscado colocar em prática a flexibilização nos termos propostos, diante das graves consequências que pode gerar ao funcionamento regular dos mercados organizados. É dizer, com base nos elementos disponíveis, estar-se-ia sacrificando bem jurídico de extrema relevância – o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados organizados – para alcançar resultado incerto. 77. A supressão dos limites existentes, na prática, pode inclusive gerar efeito oposto ao que se busca, ao permitir que participantes se apropriem dos mercados regulados, privilegiando interesses individuais, em detrimento de outros agentes”

72. Se, não obstante o exposto acima, a CVM optar por substituir o regime de vedação absoluta a que participantes de um mercado organizado de bolsa tenham participação superior a 10% do capital social votante da entidade que administra esse mercado, pelo regime de aprovação prévia para o atingimento de participação societária votante superior a 15% do capital social ou que represente controle, tal como proposto no Edital da Consulta Pública, a B3 entende que são necessários aprimoramentos tanto nos dispositivos que tratam da autorização prévia quanto naqueles que tratam dos mecanismos de mitigação de conflitos.

Art. 44, caput e §1º, da RCVM 135: Utilização da expressão “aquisição” de participação e abrangência da representação de mesmo interesse e autorização para incrementos de participação

73. O *caput* do art. 44 da RCVM 135, conforme alterado pela Minuta, prevê que depende de autorização prévia da CVM a aquisição de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% 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.

74. No entendimento da B3, tal redação pode restringir o alcance da norma, na medida em que há situações nas quais um determinado grupo de acionistas pode atingir o patamar de 15% de participação no capital social de uma entidade administradora de mercado organizado que não envolvam, propriamente, uma “aquisição” de participação relevante. Nesse sentido, por exemplo, a celebração de acordos de acionistas, mesmo que não envolva qualquer operação de aquisição, pode fazer com que um grupo que represente um mesmo interesse atinja ou ultrapasse o limite de 15% estabelecido na norma. Da mesma forma, pode-se questionar se nas operações de reorganização societária, efetivamente se verifica uma “aquisição”.

75. Nesse sentido, seja para garantir a efetividade do comando em questão, seja para preservar a segurança jurídica, a necessidade de autorização da CVM deveria ter por pressuposto o surgimento de um acionista, ou de um grupo de acionistas representando o mesmo interesse, com participação igual ou superior a 15% do capital social com direito a voto, independentemente do ato ou negócio que deu origem a essa participação. Por essa razão, a B3 sugere que a redação desse dispositivo seja alterada para prever que a celebração de acordos de acionistas ou

de quaisquer outros contratos com efeitos similares sejam equiparados, para os fins deste dispositivo, à aquisição de uma participação direta ou indireta no capital social com direito de voto de uma entidade administradora de mercado organizado, com esclarecimento de que as operações de reorganização societária igualmente se enquadram nesse conceito.

76. Ademais, a B3 entende que a redação proposta no §1º do art. 44 não abrange situações de fato que podem resultar em uma influência indesejável de um acionista relevante na entidade administradora de mercado organizado. Nesse sentido, sugerimos que seja incluída, ao lado das noções de controle e de coligação, a expressão “influência significativa”³³. Conforme indicado na Nota Técnica Yazbek trata-se de uma expressão já consagrada nos precedentes da CVM, além de não importar uma efetiva inovação ao regime proposto na Consulta Pública.

77. Adicionalmente, considerando que o aumento de participação societária de um acionista pode significar uma influência ainda mais relevante e que demandaria diferentes mecanismos de mitigação de conflitos de interesses, a B3 entende que, a partir de 15% de participação societária, o incremento de participação em novos patamares de 5% (20%, 25%, 30% e assim sucessivamente), que representam um incremento relevante na participação e que podemos alterar o equilíbrio buscado com os mecanismos de mitigação de conflitos adotados no caso concreto, deveriam estar sujeitos a análise e aprovação prévia da CVM. Observe-se que a necessidade de aprovação prévia, pelos reguladores, de incrementos de participação é prevista em outras jurisdições, como Alemanha e França.

78. Considerando o exposto acima, a B3 propõe a inclusão de um novo §1º no art. 44 da RCVM 135, que passaria a ter a seguinte redação³⁴:

“Art. 44. Depende de autorização prévia da 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

³³ Conforme indicado na Nota Técnica Yazbek, “para verificar a efetiva influência de um terceiro na formação da vontade do acionista – ainda que não se trate, necessariamente, de poder de controle –, deve-se debruçar sobre a relação entre os acionistas, buscando identificar se o sentido do voto proferido pela entidade é, de alguma forma, determinado ou influenciado pela atuação do terceiro. A esse respeito: PAS CVM nº 19957.006822/2018-61, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 29/11/2019.”

³⁴ A Nota Técnica BMA também endereça a preocupação aqui mencionada na seção intitulada “Modalidades de aumento de participação societária”.

investidores agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, bem como o incremento de participação em novos patamares de 5% (cinco por cento) do capital social com direito a voto.

§ 1º O disposto no caput se aplica independentemente da origem da participação, incluindo as operações de incorporação de sociedade e de ações, cisão, fusão, redução e aumento de capital, e quaisquer outras operações de reorganização societária que importem na alteração da titularidade dos títulos representativos do capital social, assim como a celebração de acordos de acionistas e de outros contratos com efeitos similares.

§ ~~1º~~^{2º} Para efeitos desta Resolução, consideram-se representando o mesmo interesse os controladores diretos e indiretos das pessoas mencionadas no caput, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, ~~e~~ as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto, e as sociedades que exerçam influência significativa sobre elas ou sobre as quais exerçam influência significativa.

§~~2º~~^{3º} (...)."

Art. 44, §3º, da RCVM 135: controle de uma entidade administradora de mercado organizado

79. O §3º do art. 44 da RCVM 135, conforme alterado pela Minuta, prevê que a aquisição de participação direta ou indireta que acarrete a condição de controlador da entidade administradora de mercado organizado está sujeita a nova e específica autorização prévia pela CVM. Seguindo o modelo proposto na Consulta Pública, o §3º não faz distinção entre participantes e não participantes, de modo que a regra contempla a possibilidade de uma entidade administradora ser controlada por um participante.

80. A B3 entende que um participante não deveria ser autorizado a assumir o controle de uma entidade administradora de mercado organizado. Se os potenciais conflitos de interesse acima indicados já oferecem risco ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários para detentores de participação relevante, em uma posição de controle tais riscos são exacerbados, e não poderiam ser tratados

adequadamente por mecanismos de mitigação³⁵. Nesse sentido, a B3 sugere a inclusão de vedação expressa em relação à possibilidade de participantes assumirem o controle acionário de uma entidade administradora de mercado organizado.

81. A esse respeito, convém lembrar, como a própria CVM já teve a oportunidade de reconhecer, que o fenômeno do controle “transcende as deliberações nos conclaves sociais”,³⁶ espalhando-se por toda a atividade social. De fato, um dos principais avanços da Lei das S.A. em 1976 foi justamente o reconhecimento do controlador como um órgão social que, nas palavras de Fábio Konder Comparato, conta com o “poder de orientar e dirigir, em última instância, as atividades sociais”.³⁷

82. Dito de outra forma, o controlador “exerce – de fato – a função de dirigente supremo, ainda que não ocupe cargo dos órgãos da administração, e pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembleia Geral porque tem a segurança de que serão formalmente ratificadas pelo órgão social.”³⁸

83. Nesse cenário, parece à B3 que, caso ao acionista-participante seja permitido exercer o controle da entidade administradora, a influência desse participante se colocará de uma tal forma que será muito difícil – para não dizer impossível – de ser verdadeiramente controlada a partir de soluções organizacionais e extremamente custosas de ser fiscalizadas, dada a extensão de sua influência e as variadas formas de que dispõe o controlador para influir nos negócios sociais.

84. Considerando o exposto, sugere-se a alteração do §3º do art. 44 (cuja numeração é afetada pela sugestão mencionada na seção anterior) para que tenha a seguinte redação:

“Art. 44 (...)

³⁵ Como mencionado na Nota Técnica Yazbek (item 38), “nessa situação, os potenciais conflitos de interesse seriam exacerbados de tal maneira que, dificilmente, seriam resolvidos pelos mecanismos de controle propostos no âmbito da consulta pública”.

³⁶ Processo Administrativo Sancionador n. RJ2012/1131, rel. Luciana Dias, j. em 26.05.2015.

³⁷ *O poder de controle na sociedade anônima*, São Paulo: Forense, 3ª ed., 1983, nº 32.A, p. 107.

³⁸ *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*, vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 66.

§ 3º Ainda que tenha sido previamente obtida ~~a~~ autorização de que trata o caput, ~~o adquirente a participação direta ou indireta que acarrete a condição de acionista controlador da entidade administradora de mercado organizado a seu titular, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, deve obter~~ está sujeita a nova e específica autorização prévia da CVM para adquirir participação direta ou indireta que o leve à condição de acionista controlador da entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sendo vedado o controle por participante ou grupo de participantes representando o mesmo interesse.”

II.6 Aprimoramentos nos mecanismos de mitigação de conflitos de interesse

85. A abordagem regulatória proposta no art. 45 da RCMV 135, conforme alterado pela Minuta, é estabelecer que, na análise do pedido de aprovação prévia para participação no capital social votante da entidade administradora, a CVM deverá levar em consideração, entre outros, *“o fato de o investidor ser participante de mercado organizado sob responsabilidade da entidade administradora de mercado organizado, seja de forma individual, seja como integrante de grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, ainda que nem todas as pessoas do grupo sejam participantes de mercado”*. Nesses casos, o parágrafo único do artigo estabelece, como condição para a autorização a implementação, pela entidade, de procedimentos, regras, políticas e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses, bem como mecanismos de segregação das atividades.

86. Os incisos do parágrafo único do art. 45 trazem diretrizes corretas, mas, a nosso ver, demasiadamente genéricas frente aos conflitos de interesse que visam endereçar. Embora as medidas, procedimentos e políticas mais concretas possam ser avaliadas em cada caso específico pela CVM, a B3 entende que a norma deveria trazer medidas mais concretas e direcionadas, considerando os conflitos de interesse de diferentes características que podem se dar em uma situação de titularidade acionária relevante detida por um acionista-participante.

87. Nesse sentido, abaixo destacaremos algumas medidas adicionais e específicas que a B3 entende devem ser incluídas na Minuta de modo a robustecer as diretrizes regulatórias para os controles a serem estabelecidos pelas entidades administradoras de mercado organizado em caso de participação relevante de acionista-participante³⁹.

Divulgação dos acionistas relevantes da entidade administradora de mercado organizado

88. Como medida de transparência, a regulamentação deveria prever expressamente a obrigação das entidades administradoras de mercado organizado de divulgar e manter atualizada a relação dos seus acionistas, inclusive grupos de acionistas que representam o mesmo interesse, que tenham participação igual ou superior a 5% do total do capital social da entidade.

89. Atualmente, a obrigação de divulgação de acionistas, nos patamares acima mencionados, restringe-se a companhias abertas. A B3 entende, no entanto, que há interesse relevante do mercado na divulgação dos acionistas de uma entidade administradora de mercado organizado, ainda que seja companhia fechada, pois, além de assegurar maior transparência sobre os acionistas-participantes da entidade administradora, um regime compulsório de prestação de informações tem sido utilizado, com sucesso, para desestimular condutas indesejáveis.

Limitação ao exercício do direito de voto de acionista-participante

90. Como forma de mitigar o conflito de interesses do acionista-participante relevante, deveria estar expressa na regulamentação a limitação ao exercício do direito de voto, por esse acionista-participante, acima de um determinado percentual, a exemplo da limitação atualmente prevista no Estatuto Social da B3 em linha com o art. 110, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas.

³⁹ Como mencionado na Nota Técnica Yazbek (itens 26 e 27), “as salvaguardas propostas pela CVM, da forma como foram apresentadas, **não são suficientes para mitigar os conflitos de interesses decorrentes da flexibilização das regras aplicáveis à participação no capital social de entidades administradoras de mercado organizado**”, pois, além de ignorar as diferenças existentes entre essas entidades e as entidades administradoras de balcão organizado, constatadas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2019, as salvaguardas propostas pela CVM são comandos bastante genéricos e que deixam o tratamento específico dos casos de conflito de interesses para modulação pelos próprios regulados”.

91. Com efeito, o Estatuto Social da B3, em seu art. 7º, estabelece que nenhum acionista ou grupo de acionistas pode exercer votos em número superior a 7% do número de ações em que se dividir o capital social. Tal medida foi estabelecida de modo a limitar a atuação de acionistas relevantes que pudessem atuar para utilizar a própria estrutura dos mercados organizados, bem como as infraestruturas operadas pela B3 para perseguir interesses particulares, em detrimento dos interesses de todos os participantes do mercado, servindo como reforço de governança corporativa em relação aos limites estabelecidos pela regulamentação atual.

92. O estabelecimento de uma limitação de direito de voto nesses moldes e que seja aplicável especificamente aos acionistas-participantes é uma medida adicional amparada pela legislação e adequada para prevenir o exercício do voto no sentido de privilegiar os interesses particulares do acionista-participante em detrimento do interesse da sociedade que, no caso de uma entidade administradora de mercado organizado, perpassa pela neutralidade e administração de um mercado no qual seus participantes são tratados de forma equitativa. Nesse sentido, a B3 sugere que, ainda que seja permitido aos acionistas-participantes terem participação no capital social superior, respeitada a autorização necessária, a Autarquia estabeleça uma limitação de exercício de direito de voto de 10% do número de ações em que se dividir o capital social da entidade administradora nesse caso, de forma a preservar as decisões da entidade da influência excessiva de um acionista-participante.

93. Embora a limitação ao exercício do direito de voto não seja suficiente para mitigar todos os conflitos de interesse que são inerentes à participação do participante no capital social da entidade administradora, é necessário reconhecer que esse conflito se materializa, de forma mais premente, no exercício do direito de voto.

Implementação de controles e medidas que garantam o tratamento equitativo

94. Em primeiro lugar, as políticas e controles internos devem prever medidas que garantam a efetiva segregação patrimonial, financeira e contábil, além de autonomia operacional e administrativa, sobretudo quando a titularidade acionária do acionista-participante se aproxima de uma condição fática de controle.

95. Ademais, tais políticas e regras devem prever processos e controles relativos a temas como atividades de fiscalização e supervisão, monitoramento de mercado, aplicação de penalidades, decisões de concessão ou permanência de acesso, que devem ter aprovação e gestão independentes, de modo a mitigar o risco de influência indireta sobre os órgãos da entidade administradora de mercado organizado por acionista-participante que detenha participação societária relevante.

96. Assim, em vez de mencionar que a autorização para aquisição de participação societária relevante deverá ser condicionada à implementação de certas medidas abstratas,⁴⁰ a B3 entende que as seguintes medidas deveriam ser expressamente incluídas dentre os atos que precisam ser implementados:

- a) regras nos regulamentos sobre os participantes, operações, listagem e funcionamento do departamento de autorregulação que assegurem o tratamento equitativo de participantes e que não privilegiem um participante sobre o outro (em complemento às regras do art. 83, parágrafo único, e art. 84);
- b) regras de conduta para o funcionamento regular do mercado, que incluam previsões para garantir (i) o tratamento equitativo de participantes; (ii) o sigilo das informações sobre participantes, comitentes finais, operações e emissores, inclusive, dentro da estrutura da entidade administradora, para impedir o seu acesso pelo acionista relevante ou pessoas a ele ligadas (em complemento às regras do art. 108); e (iii) as sanções correlatas;
- c) regras que restrinjam a circulação de informações sobre ofertas, operações, participantes e comitentes finais às equipes que lidem diretamente com essas informações e impeçam o acesso prioritário às informações sobre ofertas e operações pelo acionista relevante e pessoas a ele ligadas (em complemento às regras do art. 77 e do art. 119);

⁴⁰ Nos termos da Consulta Pública, como condição para aprovação da aquisição de participação relevante, devem ser implementados “I – regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante; II – mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante; III – políticas destinadas a coibir o favorecimento do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado; e IV – regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora de mercado organizado.”

- d) política de preços que se aplique a todos os participantes e que impeça a instituição de preços predatórios (inferiores aos custos) pela entidade que possui participação acionária relevante de um participante, de modo a impedir que esse participante direcione operações para a entidade administradora em que detém participação relevante (em complemento às regras do art. 78 e do art. 39, inciso I, alínea "f");
- e) uma política de concessão de benefícios, que contenha regras isonômicas e transparentes para a concessão de eventuais benefícios relacionados à operação em mercados administrados (por exemplo, menor latência), de modo a permitir que diversos participantes possam ter acesso aos mesmos benefícios; e
- f) a criação de um comitê de transações com partes relacionadas e supervisão de conflitos, com maioria de membros independentes, para avaliar todos os contratos celebrados com o acionista relevante e pessoas a ele relacionadas e julgar reclamações apresentadas por participantes a respeito de eventual tratamento não equitativo de participantes no âmbito da contratação de serviços oferecidos pela entidade administradora.

97. Em linha com o que consta na Nota Técnica Yazbek, tal abordagem regulatória de natureza preventiva e prudencial é mais recomendada do que uma estratégia baseada em uma regulação de condutas e *a posteriori*, que só exigiria mais recursos da CVM na apuração de eventuais descumprimentos de uma norma com diretrizes genéricas.

Controle interno e externo das medidas implementadas

98. Como destacado acima, o conflito de interesses que se estabelece entre a entidade administradora e o acionista-participante se materializa na operação da entidade administradora, não se restringindo apenas a deliberações formais dos órgãos societários, e avançando sob uma ampla gama de temas, alguns deles tipicamente comerciais e concorrenciais.

99. Esse, aliás, é um dos motivos pelos quais se torna difícil de identificar eventuais abusos e que justifica a necessidade de a regulamentação prever que, em casos de acionistas-participantes relevantes, a implementação dos controles, políticas e procedimentos previstos devem ser objeto de auditoria anual específica

pela auditoria interna da entidade administradora de mercado organizado, cujo relatório deverá trazer uma avaliação de tais mecanismos de controle, especificando como se deu o seu funcionamento e indicações de melhoria no que couber. Para acompanhamento do andamento da relação entre acionista-participante relevante e entidade administradora de mercado organizado, o relatório anual deverá ser enviado para a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) desta Autarquia.

100. Além do relatório de auditoria anual específica sobre os mecanismos de mitigação de conflitos de interesses a serem implementados pela entidade administradora de mercado organizado, deveriam ser previstas regras específicas para a supervisão do acionista-participante relevante, bem como o estabelecimento do envio periódico para a SMI de um relatório das atividades de supervisão e fiscalização da entidade administradora de mercado organizado que vise demonstrar, de forma tempestiva, como essas regras estão sendo cumpridas, devendo tal relatório prever as seguintes informações, entre outras relevantes:

- a) Todos os eventuais reportes e relatos recebidos contra o acionista-participante, seus prepostos e empresas de seu grupo econômico, independentemente do andamento e das providências adotadas pelas estruturas da entidade administradora de mercado organizado;
- b) As deliberações do comitê de transações com partes relacionadas;
- c) Atipicidades e suspeitas detectadas durante as rotinas de monitoramento do mercado realizadas pela entidade administradora de mercado organizado e seu departamento de autorregulação;
- d) Os casos que estão sendo apurados, com descrição das medidas adotadas e o status atualizado de cada um dos casos;
- e) Os casos concluídos, com menção da medida de *enforcement* adotada para cada infração apurada; e
- f) Os casos encerrados sem aplicação de medida de *enforcement*, com as justificativas que embasam o encerramento nesses termos.

101. Assim, além de um reforço de diretrizes mais objetivas para a construção do aparato de controles internos destinados a evitar que um acionista-participante relevante utilize sua posição de forma a buscar benefícios particulares e de rotinas de supervisão pelo próprio regulador, deveriam ser incluídos mecanismos internos e externos de controle dessa relação que, embora não eliminem todos os riscos de materialização de conflitos de interesse acima indicados, têm maior possibilidade de mitigar a sua materialização.

Vedação de existência de administradores e prepostos comuns

102. A Minuta propõe que o inciso II do parágrafo único do art. 45 da RCVM 135 vede a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante na hipótese do art. 44 c/c art. 45, V.

103. A B3 concorda com a existência de tal vedação, uma vez que a possibilidade de existência de administradores e prepostos em comum nesse cenário representaria um risco material de configuração de conflitos de interesse, sobretudo na condução das operações e decisões do dia a dia da entidade administradora de mercado organizado.

104. No entendimento da B3, tal disposição deveria prever, como procedimento adicional, o estabelecimento, pela entidade administradora de mercado organizado, de políticas de contratação para posições relevantes que mitiguem potenciais conflitos de interesses, tais como:

- a) requisitos técnicos e de independência para pessoas que ocupem cargos-chave na entidade, bem como em câmara de compensação e liquidação e depositária central que façam parte do mesmo grupo que a entidade, e no respectivo departamento de autorregulação, e proibição de vinculação ao acionista relevante, no prazo de 1 (um) ano que antecede a indicação/contratação e de 1 (um) ano após a sua destituição, alinhado ao previsto no artigo 29, § 2º, da RCVM 135;
- b) regras de conduta para a diretoria e pessoal-chave da entidade, bem como para a câmara de compensação e liquidação, da depositária central que façam parte do mesmo grupo que a entidade, e do departamento de

autorregulação, que garantam o tratamento equitativo dos participantes e impeçam o acesso a informações pelo acionista relevante ou o tratamento privilegiado do acionista relevante; e

- c) regras para contratação de terceiros anteriormente vinculados ao acionista relevante para a condução de atividades imputadas à entidade administradora ou de autorregulação.

Vedação de vínculo de participantes e membros do conselho de administração

105. O inciso II ao art. 28 da RCVM 135, alterado pela Minuta, proíbe que “participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam” mantenham “vínculo com membro do conselho de administração”. A B3 entende que essa vedação não é adequada, uma vez que não considera diferenças de cenário e os benefícios de uma composição plural no órgão máximo da administração da entidade.

106. A experiência da B3 comprova que a existência de membros do conselho de administração que têm vínculo com participantes tem uma importância estratégica para a condução dos negócios da entidade administradora.

107. O desenho regulatório atual permite a atuação de membros vinculados a participantes circunscrita a um limite de membros vinculados, e, na prática, não acarretou conflitos de interesse e riscos materiais. De fato, os benefícios da aproximação, com limitações, da administração da entidade com os seus participantes se tornaram expressivamente superiores do que eventuais conflitos que pudessem advir dessa participação.

108. Em contraposição, como apontado pela Nota Técnica BMA, a proposta da CVM inverte essa lógica e passa a presumir que conselheiros vinculados a participantes possuem interesses conflitantes com os da entidade administradora, sem considerar a experiência acumulada e os benefícios de uma maior diversidade de representação no conselho de administração, sobretudo de uma entidade administradora de mercado organizado⁴¹.

⁴¹ Como mencionado na Nota Técnica BMA: “Em nossa visão, é recomendável que as entidades administradoras adotem uma estrutura de governança que garanta a representatividade de uma pluralidade de interesses em suas deliberações sociais. Efetivamente, a gestão de uma entidade administradora de mercados organizados

109. A B3 entende que limitações são importantes, e sugere que eventual vedação de participação de membros no conselho de administração deveria se limitar, tão-somente, ao acionista-participante ou grupo de acionistas-participantes representando o mesmo interesse relevantes, ou seja, aqueles que tenham mais que 15% do capital social votante da entidade, mantendo-se a possibilidade de que participantes que não são detentores de posição acionária relevante mantenham vínculo com, no máximo, um membro do conselho de administração.

110. Além disso, caso a Autarquia venha a permitir que pessoas vinculadas a participantes, principalmente detentores de posição acionária relevante, possam integrar o conselho de administração da entidade administradora de mercado organizado, a B3 entende que os conselheiros indicados pelo acionista relevante devem ser impedidos de votar em deliberações sobre quaisquer decisões das diretorias relacionadas à admissão de participantes, regulamentos sobre admissão de participantes, listagem e novos produtos, ou questões relacionadas à supervisão e atividades de autorregulação.

111. Tais abordagens têm o mérito de endereçar os riscos de conflitos de interesses que são possíveis caso um acionista-participante relevante pudesse indicar membros do conselho de administração, sem, contudo, retirar os benefícios de governança, gestão e desenvolvimento do mercado que a representação de membros vinculados a participantes, naturalmente dotados de conhecimento e experiência no funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários, pode trazer ao órgão da administração da entidade administradora⁴².

Limitações estatutárias ao exercício do direito de voto

112. No entendimento da B3, a sugestão da Autarquia para que o estatuto social da entidade administradora, na hipótese do art. 44 c/c art. 45, V, preveja regras que

precisa lidar com interesses contrapostos não apenas entre participantes e as próprias entidades administradoras, ou entre participantes e o mercado em geral, mas também com conflitos entre os próprios participantes, decorrentes de suas diferentes estratégias e modelos de negócios. Assim, por meio de uma representação plural desses possíveis diferentes interesses, as decisões da entidade administradora passam a ser informadas pelas diferentes visões existentes sobre um dado problema, podendo ponderá-los adequadamente antes de chegar à decisão mais adequada em benefício do mercado”.

⁴² Reforça esse entendimento a opinião contida na Nota Técnica BMA, que indica que “a mudança proposta ao inc. II do art. 28 da Resolução CVM n.º 135/2022 é desproporcional e desnecessária aos benefícios que se procura atingir”.

versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, conforme previsto no art. 45, parágrafo único, inciso IV, da RCVM 135, alterado pela Minuta, não é suficiente.

113. É necessário que, nessa hipótese, o estatuto social preveja, expressamente, as matérias que deveriam ser abrangidas pela limitação ao exercício de direito de voto, sendo vedado, nestes casos, seu direito a voto. Tal tipo de medida é necessária considerando o cenário no qual o acionista-participante possa influenciar na alteração de regras fundamentais ao exercício da governança e das atividades da entidade administradora a seu favor e/ou em prejuízo da concorrência, como nas deliberações acerca de alterações nas regras do estatuto social relacionadas à composição da diretoria da entidade, do conselho e da diretoria de autorregulação, ou ao funcionamento do mercado administrado e às atividades de autorregulação.

II. Participação de entidade administradora no capital social de participantes de mercado organizado

114. Na resposta à consulta restrita, a B3 sustentou que o art. 13 da RCVM 135 deveria ser alterado para permitir a participação minoritária da entidade administradora de mercado organizado no capital de participantes dos mercados por ela administrados, no mesmo percentual de participação que participantes de mercado sejam autorizados a participar do capital social da entidade administradora de mercado.

115. Na Consulta Pública, a CVM optou por manter a vedação atualmente existente, e destacou, no edital, que considera que "caso a regulamentação passe a permitir que uma entidade administradora detenha participação no capital social de participantes de mercado organizado por ela administrado, precipita-se uma exponenciação de conflitos de interesses (...)".

116. A B3 reconhece que a participação de entidades administradoras no capital social de participantes pode levar a conflitos, mas entende não haver a exponenciação mencionada. Ao contrário, eventuais conflitos advindos da participação da entidade administradora no capital social de participante parecem ter efeitos mais contidos e serem de mais fácil mitigação.

117. Considerando o princípio da isonomia aplicável às entidades administradoras, as suas decisões se aplicariam a todos os participantes do mercado, e não apenas àquele em que participa. Além disso, a influência da entidade administradora estaria limitada ao escopo do participante em questão, que normalmente é mais restrito em termos de clientes, produtos e mercado de atuação.

118. De fato, a participação de uma entidade administradora de mercado no capital social de participantes pode ser benéfica para o mercado, na medida em que se pode fomentar o desenvolvimento da liquidez de produtos que, embora importantes, não são prioridade para os demais participantes. Um exemplo seria a possibilidade de que um participante investido por uma entidade administradora atue como formador de mercado em produtos embrionários, contribuindo para com sua liquidez e ajudando a desenvolver o mercado de capitais.

119. A B3 entende, ainda, que a possibilidade de participação no capital social de participantes poderia trazer mais capilaridade e eficiência ao mercado. Um exemplo prático e aderente à realidade atual do contexto macroeconômico brasileiro são os produtos e serviços destinados ao agronegócio. Conforme reconhecido pela própria CVM, há um grande potencial de inclusão dos atores econômicos desse setor no mercado de valores mobiliários brasileiro, algo que pode ser feito por meio da ação de intermediários especializados no oferecimento de produtos e serviços aos agentes desse mercado. Com efeito, intermediários que atuem em um nicho específico têm sua sede nos polos produtivos desses setores e que conheçam com profundidade aquele mercado podem ser peças fundamentais para ampliar o acesso aos produtos estruturados para esse setor (tais como FIAGRO, CRA etc.), difundindo o acesso ao mercado de valores mobiliários a mais regiões do Brasil e fortalecendo a liquidez desses produtos.

120. Nesse sentido, o edital da Consulta Pública menciona que a mera supressão da vedação à participação no capital social de participantes não asseguraria, por si, o aumento da concorrência, da capilaridade e da eficiência da intermediação, visto que as entidades administradoras estariam livres para deter participações no capital social de quaisquer participantes, inclusive daqueles de grande porte e com fatia de mercado significativa.

121. A B3 reforça seu argumento de que os investimentos de uma entidade administradora em participantes poderiam propiciar maior capilaridade e trazer

maior eficiência ao mercado, pois mesmo participações minoritárias podem ser suficientes para injetar recursos em intermediários que atuem em nichos específicos e auxiliem no desenvolvimento do acesso a diferentes produtos, fomentando o mercado e a liquidez desses ativos. Ademais, com a proximidade local e especialização da prestação de serviços, os clientes terão acesso a um intermediário mais capacitado a atender suas necessidades, fortalecendo o mercado e as decisões de investimento no mercado de valores mobiliários brasileiro. Em qualquer cenário de investimento por parte de uma entidade administradora de mercado organizado, a CVM continuará tendo as ferramentas para impedir que distorções, tais como as mencionadas no edital da Consulta Pública, ocorram.

122. Não só as entidades administradoras de mercado organizado poderiam contribuir para o financiamento e fortalecimento dos interesses de mercado, mas com parcerias estratégicas que visem a democratização e expansão do acesso ao mercado por mais investidores e que auxiliem no desenvolvimento estrutural do mercado.

123. Reconhecendo, no entanto, as preocupações da CVM em relação ao conflito de interesses nesse caso, mas permitindo a realização de investimentos que possam ser benéficos para o mercado, a B3 sugere que a regulamentação preveja, também nesse caso, uma vedação absoluta a que as entidades administradoras de mercado tenham participação superior a 10% do capital social votante de seus participantes.

III. Aprovação prévia de outras atividades exercidas por entidades administradoras

Artigo 11, inciso V e §1º

124. Conforme exposto no edital da Consulta Pública, a CVM propõe uma alteração no procedimento vigente para exercício de outras atividades por entidades administradoras de mercado organizado, permitindo que pedidos de novas atividades que cumpram os requisitos da norma possam ser notificados previamente à CVM, sem passar por um processo de autorização pela Autarquia.

125. A B3 concorda com a proposta, que dinamizará o processo e racionalizará a utilização de recursos pelo regulador. Não obstante, a B3 entende que o procedimento sugerido pode ser aperfeiçoado, como exposto abaixo.

126. O inciso V do art. 11 da RCVM 135, na redação proposta na Minuta, estabelece critérios para o exercício de novas atividades pela entidade administradora mediante notificação prévia à CVM. Esses requisitos, embora corretos, são abstratos e genéricos. Para maior segurança, a B3 entende que seria salutar o estabelecimento de critérios mais específicos para guiar o processo interno das entidades administradoras de mercado organizado.

127. Assim, sugerimos que as entidades administradoras de mercado organizado possam desenvolver suas metodologias para aferição do cumprimento dos critérios estabelecidos na norma, buscando a aprovação da metodologia e do procedimento específico de avaliação de novas atividades junto a esta CVM.

128. O estabelecimento de metodologia e procedimento específicos de avaliação de novas atividades e submissão de pedidos ao regulador também pode oferecer uma diretriz mais segura para a avaliação do risco que a nova atividade pode representar para as principais atividades das entidades administradoras de mercado. Dessa forma, a metodologia pode indicar quais os critérios que serão utilizados para a avaliação deste risco e que serão apontados na notificação prévia a ser enviada para a CVM.

129. Nesse contexto, a B3 sugere uma alteração de redação da alínea “b” ao inciso V do art. 11, para que a exigência de que “a nova atividade seja de baixo risco” seja substituída pela de que a nova atividade não represente um risco material para o desempenho das atividades principais da entidade administradora de mercado organizado, conforme avaliação realizada segundo metodologia desenvolvida pela entidade e aprovada pela CVM.

130. O §1º do art. 11 da RCVM 135 estabelece que a SMI deve ser notificada previamente da intenção do exercício de nova atividade com antecedência de 20 dias úteis, contados a partir da data prevista para (i) início da nova atividade pela própria entidade ou “por sociedades das quais detenha participação acionária”; ou (ii) “aquisição de participação acionária direta ou indireta em sociedade que já exerça a atividade”.

131. Um primeiro aspecto relevante diz respeito ao prazo de 20 dias úteis sugerido pela norma. A B3 entende que tal prazo possa representar um desafio relevante,

especialmente para operações de aquisição de participação societária. Como se sabe, operações que envolvem a aquisição de participação em outras sociedades são complexas, dotadas de uma dinâmica própria em relação ao seu andamento e suscetíveis a alterações materiais ao longo de um período extenso.

132. Por essa razão, entendemos que este prazo deveria ser reavaliado, tendo em vista que, além dos elementos de confidencialidade, sensibilidade da informação e obrigações relacionadas à divulgação de fato relevante, é possível que a Autarquia receba notificações de operações que (i) não terão prosseguimento; ou (ii) tenham sido alteradas substancialmente, de modo que as informações inicialmente apresentadas já estejam defasadas. Em ambos os casos, tais avaliações consumiriam os recursos públicos escassos, em desarmonia com o próprio propósito da norma.

133. Além disso, no que se refere à aquisição de participação societária, a notificação deveria ocorrer com antecedência à efetiva aquisição, mas poderia ocorrer após a celebração dos respectivos instrumentos contratuais que dispõem sobre a aquisição. Em outras palavras, considerando a dinâmica das operações de aquisição de participação, a notificação à CVM poderia ocorrer após a celebração dos contratos de aquisição de participação (*signing*), mas a produção dos efeitos da aquisição (*closing*) deveria ocorrer após o decurso do período de notificação para a CVM.

134. Nesse sentido, sugerimos a redução do prazo para notificações prévias, de 20 para 10 dias úteis.

135. Relativamente ao inciso I do §1º ao art. 11, chama a atenção o estabelecimento da obrigação de notificação prévia para a SMI quando do início do exercício da atividade "(...) por sociedades das quais detenha participação acionária". A literalidade do dispositivo pode levar ao entendimento de que até mesmo novas atividades que possam ser exercidas por companhias nas quais a entidade administradora tem uma participação minoritária estariam inclusas nessa obrigação. Entendemos que tal obrigação deveria ficar restrita aos casos nos quais a entidade administradora tenha efetivo controle, de modo a ter poder para influenciar o exercício de uma nova atividade dentro do seu grupo econômico. No mesmo sentido, a notificação, no caso do inciso II, deveria ocorrer somente no caso de a participação na sociedade envolver controle.

136. Por fim, a regulamentação deveria deixar claro que a aquisição de participação societária em sociedade que exerça uma atividade já exercida pela entidade administradora (ou seja, que não envolver nova atividade), não está sujeita a notificação.

Artigo 11, §2º

137. O §2º ao art. 11 da RCVM 135, na redação proposta na Minuta, estabelece que a notificação prévia deverá ser acompanhada de “manifestação do conselho de administração da entidade administradora de mercado organizado, ou de outro órgão a ele vinculado, que ateste a observância das condições estabelecidas nas alíneas “a” a “c” do inciso V do caput”.

138. No entendimento da B3, para fins de assegurar que a devida avaliação de riscos da nova atividade foi realizada, sugere-se que, em substituição da manifestação do conselho de administração, a notificação seja acompanhada por relatório de riscos elaborado de acordo com a metodologia e procedimentos de avaliação do exercício de novas atividades aprovadas pela CVM, alinhadas às sugestões realizadas acima.

139. Ponderamos, ainda, que a apresentação de manifestação do conselho de administração ou órgão equiparável para qualquer caso de nova atividade impõe uma governança que pode não fazer sentido considerando a estrutura da entidade e o processo de governança definido para as mencionadas avaliações, bem como impor custos de observância adicionais.

IV. Aprovação prévia de normativos de entidades administradoras e de depositários centrais

140. A CVM propõe, na Consulta Pública, a identificação dos temas que requeiram aprovação prévia, de maneira que apenas determinados documentos e alterações materialmente significativas sejam sujeitas a aprovação prévia, ao passo que as demais alterações passariam a ser notificadas à Autarquia, conforme procedimento semelhante adotado pelo Banco Central do Brasil (BCB).

141. A B3 concorda com a proposta apresentada pela CVM, no sentido de que sejam submetidas à aprovação prévia desta Autarquia somente alterações consideradas materialmente significativas.

142. Adicionalmente, a CVM propõe, no inciso I, § 4º, do art. 15 da RCVM 31 e no § 2º do art. 180 da RCVM 135, respectivamente, que (i) a CVM precisa ser notificada com, no mínimo, 30 dias úteis de antecedência em relação à entrada em vigor da alteração pretendida; e que (ii) as alterações que não dependam de autorização prévia devem ser notificadas à CVM com, no mínimo, 30 dias de antecedência em relação à sua entrada em vigor.

143. A B3 entende o objetivo dessa proposta de prazo de permitir que a CVM tenha a oportunidade de analisar a comunicação da alteração pretendida e, se for o caso, convolar a notificação em autorização prévia ou recomendar ajustes nas alterações apresentadas.

144. No entanto, a B3 entende que o prazo de 30 dias (úteis ou corridos) para analisar as alterações que são matéria de comunicação se mostra demasiadamente extenso quando comparado ao prazo de 40 dias úteis de que dispõe a CVM para aprovar as alterações materialmente significativas, considerando a almejada simplificação o processo. A B3 sugere, ainda, que haja a padronização dos prazos, de forma que a contagem seja feita exclusivamente em dias úteis ou em dias corridos.

145. Considerando o exposto, a B3 sugere que o prazo de notificação prévia, em qualquer dos casos, seja alterado para 10 dias úteis.

146. A B3 agradece a oportunidade de contribuir com esta Consulta Pública e se coloca à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO

Considerations of Banks & Brokers Investing in National Securities Exchanges Prepared for



 Rock Advisory, LLC
Business Strategy, Planning and Execution



March, 2024

Introduction

The following is a thought piece based on experiences from market practitioners. Given there is substantial publicly available information on this topic, our goal was not to simply cite many of these materials that you may have already read. Rather, we thought we would outline some themes and supplement those with practitioner insights against the backdrop of those real market events. Many of these examples have been witnessed directly, while others are a collection of viewpoints from market practitioners based on their familiarity with the circumstances, issues, and people involved.

As this paper will explore, confidence that exchanges are fair and neutral marketplaces for investors to meet and orderly transact is the foundation of any capital market system. Exchanges must serve their broker dealer member customers with true impartiality—and, at times, enforce and reprimand broker abuses which can seriously compromise confidence in an exchange market. As technology advances and new participants enter the market, unforeseen and new forms of conflict of interest continue to arise. Conflicts of interest are hard to completely prevent, but the best way to mitigate them is to limit broker control and influence of exchanges. We will highlight a number of examples where regulators have sanctioned and punished exchanges and platforms. While sanctions and fines are one way to enforce and police the missteps of market professionals, unfortunately, the damage to investor confidence is, by that time, already done.

Too Much Influence Stifles Independence

This could harm competition between exchanges, between brokers and exchanges, and hamper exchange innovation.

In December 2022, the US Securities and Exchange Commission [proposed](#) a set of rules that might be the largest overhaul of US market structure in decades. The public debate on the value or detriment of these rules has been healthy. Most market participants support additional disclosures on how retail orders are handled. Additionally, most market participants also tend to agree that lowering the quoting increment for “tick constrained” stocks would be a welcome change for the markets.¹ However, there are parts of the proposed rule that have been met with much more resistance from industry participants. The most controversial is the “order competition rule,” which would effectively force retail brokers to have to seek price improvement in exchange or Alternative Trading System (ATS) pools before routing to their wholesale relationships. The main counter argument indicates that retail trading is well serviced by the competition amongst wholesalers who provide ample price improvement, full-service operations around unique retail needs, and substantial payment for order flow that

¹ The concept here is that many stocks could, and would, indeed quote tighter than a .01 wide spread. However, current SEC rules prohibit the quoting of stocks in increments < .01 (except for stocks whose price is <\$1 USD). After much debate and analysis, the industry tends to agree that the “natural spread” is constrained by the current rule.

ultimately translates into low or even free commission trades. The claim is that an overly prescriptive rule is government overreach when the retail investor has never had it better.

As summarized below, one of the more vocal critics of the order competition rule is recent exchange entrant, MEMX:

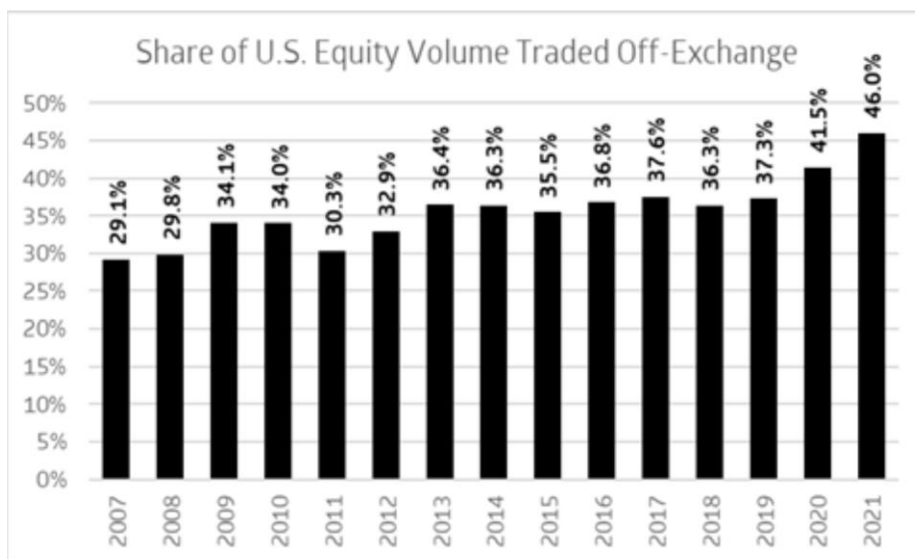
“The Commission’s auction proposal would introduce significant market complexity and there is a lot of unpredictability in how this experiment may eventually play out in a live trading environment. MEMX has concerns about the impact of the proposal on small-cap liquidity, potential for information leakage, and the practical challenges of incorporating frequent retail auctions into existing market participant workflows.

The market for retail order execution ... is a robust market where retail investors have unprecedented market access at no cost. Whatever secondary goals it may hope to achieve, preserving the ability for millions of new and diverse investors to participate in our capital markets must be a primary goal of the Commission. The last several years, though marked by geopolitical turmoil and market volatility, have seen a significant influx of retail investors into the U.S. equity market. The Commission should not squander these gains to chase a speculative market design of its own making that is backed by similarly theoretical assumptions about how such a model would perform in the real world.”²

The MEMX comment letter opposing the SEC’s proposed order competition rule strikes as particularly curious when one considers the magnitude and decades long growth of off-exchange trading in the United States. MEMX, along with all exchange operators, could benefit greatly from the imposition of such a rule. While there are indeed merits of a two-sided debate on the proposed rule’s impact on the market and its ultimate benefits for investors, it is clear that *commercially* such a rule could be a huge boon for MEMX. In fact, table 1 below depicts the unabated growth in off-exchange market share. Much of this growth has been propelled by the unprecedented growth in retail trading volumes—virtually all retail volume in the US is handled bilaterally by market makers away from exchanges.

Table 1

² See March 31, 2023 MEMX [comment letter](#) on proposed SEC reforms.



Over 40% of trading volume is executed away from the 16 stock exchanges
 Source: Cboe Exchange, Inc.

Indeed, the SEC has voiced concerns on all of this retail volume being splintered away from US exchanges:

“Today’s markets are not as fair and competitive as possible for individual investors — everyday retail investors ... the markets have become increasingly hidden from view, especially for individual investors. These everyday individual investors don’t have the full benefit of various market participants competing to execute their marketable orders at the best price possible. Thus, today’s proposal is designed to bring greater competition in the marketplace for retail market orders.”³

While the merits of the different sides of the order competition rule debate are beyond the scope of this piece, the proposed rule amounts to the best shot the exchanges have in reigning in off-exchange trading and being able to more effectively compete for retail volumes—perhaps to the great benefit of retail investors. However, MEMX makes a bunch of thoughtful arguments that are meant to give the SEC great pause. But why? Well, it is important to note that most of the largest US wholesalers have a large equity position in MEMX.⁴ In fact, the 3 largest wholesale market makers who control over 70% of the off-exchange retail market are shareholders of MEMX and play an active role in its governance (see table 2 below). All of those same wholesalers are opposed to the order competition rule. Exchange and ATS venues are

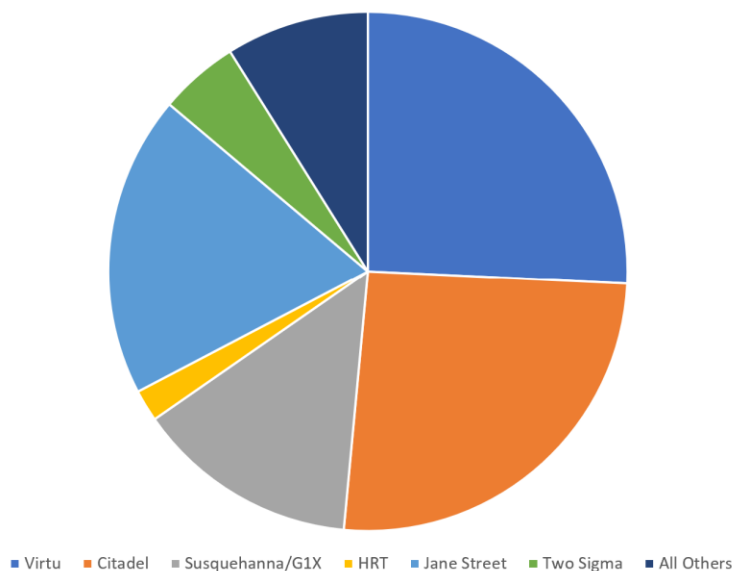
³ See SEC [press release](#) and comments from SEC Chair Gary Gensler announcing its market structure reform proposals.

⁴ See MEMX investor list here: <https://memx.com/>

watching this proposed rule carefully. Some are already planning to build features to be able to capture more retail flow if the rule is approved and implemented. In the case of MEMX, I wouldn't expect MEMX to be a first mover to try to build and implement features to opportunistically take advantage of a rule change. Their owners have too much at stake and extract enormous trading profits as market makers under the existing market structure regime.⁵ The broker ownership of, and influence over, MEMX is likely hampering their ability to compete in a changing regulatory environment. The MEMX public comment letters effectively amount to a proxy vote from an exchange itself to create a regulatory stalemate.

Table 2

Estimated Wholesale Market Share – Q4 2023



Source: Bloomberg Intelligence

⁵ The numbers supporting the concentration of profits in the wholesale market making segment reveals staggering trading revenue. [Virtu's revenues climbed from approximately \\$375-400M in 2018-19 to \\$500-600M in 2022-23](#). As part of public filings related to debt offerings, [Citadel Securities reported \\$1.8B in revenues in Q3 2023 alone](#); whereas, [Jane Street claimed revenues greater than \\$7B in the first 9 months of 2023](#). While admittedly these numbers include various asset classes across regions, the point is clear: wholesale market making is big business and the largest participants extract enormous profits in doing so.

Broker led exchange consortiums tend to focus mainly on lowering costs which could raise concerns in a world of technical complexity.

Brokers make strategic investments in exchanges for a few main reasons: 1) to support the venue with their order flow to build enterprise value for an eventual exit, 2) to ensure there is competition in the market place (mainly against the larger incumbent exchanges) and, 3) to “get a seat at the table” for key market structure and infrastructure issues and topics.

In virtually every market in the world, there is a healthy tension between brokers and the exchanges that service them—as we know, each cannot exist without the other, but their interests often diverge around matters of fees. On one hand, exchanges rely on revenues charged to their broker members to fund their regulatory duties, to ensure tight cybersecurity defense, and to maintain the highest of operating standards as critical infrastructure to the market. Broker claims that exchanges overcharge should not always been taken at face value. Further, the reliability of technology and commitment to operational excellence should always be the primary objective of an exchange. If the primary focus somehow becomes cutting costs in an effort to lower fees for brokers, then the question of how does this effect the operational quality of the exchange needs to be asked.

Let’s take a few examples to illustrate this point.

At a 2018 SEC Roundtable to discuss market data and general market infrastructure topics, a broad range of industry participants were invited to opine on a range of topics from improvements to the centralized market data infrastructure plan, to exchange market data and connectivity fees, to the need to source expensive proprietary data products from the exchanges. As expected, the views expressed aligned with who each panelist/speaker represented in the industry—participants from brokers typically attacked exchange fees, whereas exchange representatives maintained that their connectivity and market data products and fees were fair, reasonable and voluntary purchases by their customers.

Here is Doug Cifu, CEO of one of the largest market makers Virtu’s, take on connectivity and data fees:

“Doug Cifu of Virtu Financial stated that Virtu handles about 30 percent of retail orders and pays to connect and for market data from nearly every exchange at a cost exceeding \$34 million. He continued that most market participants are required to pay the connectivity and proprietary data fees to help investors with price improvement, and showed that market participants pay over \$1 million annually for connection to the

exchanges through a cable that was available on Amazon for \$88. While he admitted the cable is symbolic and not the only factor in the cost, Cifu explained that this significant markup suggest that exchanges should publish costs to ensure fair competition and transparency in the markets.

This theme of brokers demanding more transparency around exchange profit margins and how non-transactional fees are marked up was evident all throughout the hearings and panels. However, a tendency to put focus on lowering costs *first* could come with substantial side effects that could degrade operational and technical excellence. Part of what has played out in the US over the last few decades is that the variable fees for trading have plummeted (lower commissions combined with substantial rebates). Exchanges, in turn, have shifted their revenue focus to recurring, non-transactional fees like market data and connectivity.

Most of the broker gripes around exchange fees are only looking at part of the equation. Chris Concannon, former President of Cboe Global Markets delivered this counterpoint on the same panel:

Concannon stated that out of the top ten firms by market share—four investment banks and six technology-assisted trading firms—four receive a payment from Cboe every month because rebates outweigh the cost of market data and not all these firms buy the fastest and most in-depth market data and connectivity fees.

But brokers are naturally going to “want to have their cake and eat it too.” They have been successful in inducing competition to lower trading fees. Now, they are setting their sights on lowering exchange non-transactional/subscription fees. Competition amongst fees is one thing, but brokers controlling exchanges with this in mind is another. Not only does it cloud an exchange’s judgement and make them less independent, but it could ultimately lead to underfunded exchanges that compromise market stability.

Since their founding, broker led MEMX has consistently talked about lowering fees as a primary objective. Indeed, they talk about innovation, but there is little talk of improving market resiliency and integrity.⁶ In response to MEMX’s exchange application, and presumably in

⁶ See <https://memx.com/introducing-memx/> and <https://memx.com/memx-our-connectivity-strategy/> for comments from their founding investor and management teams.

response to their announced value proposition, Nasdaq voiced two main concerns: 1) they hope that a consortium owned exchange will not skimp on its responsibilities to maintain the highest operational and regulatory standards, and 2) exchanges should not serve the narrow interests of their owners and founders.⁷

An exchange with a broker focused cap table might make lowering fees their *primary* objective. Again, not saying competitive and lower fees should not be strived for, but a healthy operational market (and to accomplish that, a well-funded exchange) should really be paramount.

The Broker Cap and Exchange Ownership Restrictions Should Account for the Markets they Operate In

In the United States, no broker member of an exchange may hold more than the 20% of the voting equity of a national securities exchange and self-regulatory organization. Other countries have the same concept, but the cap generally ranges from 10-20%. When considering what is the appropriate cap level, one needs to examine the current state of trading concentration in a market alongside the magnitude of influence potential by raising or lowering the cap in that market. The secondary trading market for equities is amongst the most fragmented in the world. US stock trading is spread out amongst dozens of off-exchange Alternative Trading Systems, bi-lateral matching between brokers, and 16 registered exchanges. The end result of this byzantine set up is that nearly 45% of the US market trades off-exchange, the largest single exchange matches approximately 15% of the market, and no single exchange group commands substantially more than 20%.⁸

Table 3

⁷ See Nasdaq comment letter on MEMX exchange application: [10237-6571115-201079.pdf \(sec.gov\)](#)

⁸ Source: https://www.cboe.com/us/equities/market_statistics/market/2024-02

US Equity Exchange Market Shares, 2023

Exchange Group	Market Share
Nasdaq	15.89%
NYSE	19.65%
Cboe	12.72%
IEX	2.20%
MEMX	3.03%
MIAX	1.58%
Other	0.75%
Off-Exchange	44.18%

Source: Cboe Global Markets

When thinking about broker ownership restrictions in such a fragmented market, the 20% cap is sensible. When the 20% cap is examined through the MEMX lens, if some of the earliest owners hold approximately 20% of MEMX equity, given MEMX's current market share of ~3%, then their "effective influence" over the market is now just a very small slice of the overall market.

Now, let's consider large markets where secondary trading is more concentrated. In the case of Brazil, consider a competing exchange that was able to capture 20-25% of the market with a broker ownership restriction similar to the US' 20%. The power of influence and control is now much more impactful and substantive.

In sum, the broker exchange cap issue needs to be considered in the local market context with a view towards overall market influence.

Raising the Broker Ownership Cap Could Further Cloud an Exchange's Operational and Regulatory Judgements

While not directly related to an ownership issue, consider a 2018 regulatory sanction and fine imposed on Cboe by the SEC.⁹ The premise was that Cboe let its commercial relationships with its member customers get in the way of its regulatory duties as a Self-Regulatory Organization (SRO). In its findings, the SEC found that "not only did CBOE fail to adequately detect violations and investigate and discipline one of its members, but it also took misguided and unprecedented steps to assist that same member firm when it became the subject of an SEC

⁹ [SEC.gov | SEC Charges CBOE for Regulatory Failures](#)

investigation in December 2009.” Additionally, “CBOE also provided unauthorized ‘customer accommodation’ payments to some members and not others without applicable rules in place, resulting in unfair discrimination...and made several financial accommodations to certain members, and not to others.”

In a final rebuke of Cboe, the SEC continued “Self-regulatory organizations (SROs) must enforce the federal securities laws as well as their own rules to regulate trading on their exchanges by their member firms. In doing so, they must sufficiently manage an inherent conflict that exists between self-regulatory obligations and the business interests of an SRO and its members. An SEC investigation found that CBOE failed to adequately police and control this conflict for a member firm.”

The Cboe case provides a sobering warning as to how an exchange’s overly-chummy relationship with its members and/or owners could quickly erode the fairness and neutrality

*

On May 18, 2012, Facebook (Nasdaq: FB) made its public company debut in one of the largest and highest volume initial public offerings the markets had ever seen. Nasdaq, as the listing exchange, released the IPO to the secondary market through an auction process whereby buyers can bid for shares from selling FB insiders. Unfortunately, Nasdaq’s auction process experienced several hiccups as their matching software got stuck in a “repeat loop” that persisted for hours. Eventually, Nasdaq was able to address the problem and finish the IPO, but not before an unprecedented operational and customer accommodation mess. Brokers and market makers, faced by an avalanche of customer panic who remained in the dark as their orders remained stuck in Nasdaq systems for hours, agreed to reimburse their customers for up to \$500M during the period of uncertainty. Then, when Nasdaq’s systems recovered, they were left with massive accommodation losses.

The aftermath of the IPO was contentious as a parade of brokers and market makers sought reimbursement from Nasdaq for tens of millions each. When acting within their regulatory duties as an SRO, Exchanges in the US have been granted immunity from civil lawsuits by an act of the United States Congress. This meant that broker reimbursement claims were initially denied by Nasdaq. Eventually, the SEC stepped in to mediate a settlement between Nasdaq and its largest market maker customers.¹⁰

¹⁰ <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-95htm>

The Nasdaq Facebook debacle was a tricky issue—it was an unfortunate, once in decades kind of outage. Nasdaq was in a tough spot and did want to do the right thing for its member customers, but also had an obligation to its shareholders to protect itself from the litany of lawsuits.

Contemplate, however, if Nasdaq was a broker consortium or even had a mutualized structure. In an urgent crisis situation, leaders are expected to quickly communicate and brief multiple stakeholders on a real time basis. Would Nasdaq have handled the operational crisis differently knowing that, ultimately, they would have to answer not just to their customers, but to their customers who happen to also be their bosses?

Conflicts of Interest & Perceptions of Favoritism

Consider the case of the former Direct Edge Exchange's use of "flash orders."¹¹ Flash orders involved the split-second exposure of unfilled orders to a group of market makers on a private feed. While Direct Edge contended that the process was voluntary and often provided better prices for investors, its critics maintained that flash orders created a two-tiered (in effect a private market) for a select group of market makers.

After much controversy in the market that even garnered attention in mainstream media like The Wall Street Journal, the SEC proposed to ban flash orders market wide "The flashing of order information could lead to a two-tiered market in which the public does not have access, through the consolidated quotation data streams, to information about the best available prices for U.S.-listed securities that is available to some market participants through proprietary data feeds."¹² The industry group SIFMA further opined that flash orders raise "fair access issues and issues regarding investor confidence, transparency and our market structure in general."¹³ After Direct Edge voluntarily disabled flash orders under pressure, even outspoken US Senator, Ted Kaufman of Delaware commented on the controversy "They should've stopped doing this before."¹⁴

- While the market makers who used flash were not just Direct Edge owners, the rapid success and use of the order type before the broader market had the ability to weigh in

¹¹ <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703409304576166930877474292>

¹² <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201.htm>

¹³ <https://www.sifma.org/resources/submissions/sifma-submits-second-comments-to-the-sec-on-proposed-elimination-of-flash-order-exception/>

¹⁴ <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703409304576166930877474292>

through a public comment period undermined confidence in the Direct Edge platform and created perceptions of favoring the industry's top market makers over others.

Conclusion

While encouraging competition should be welcome in any market, the primary objectives of any healthy capital markets system should be to serve investors, foster capital formation, and to ensure trust and fairness amongst its participants. As this paper explored, those primary objectives can become clouded when brokers and market participants can significantly influence and govern the strategies and operations of exchanges:

- Significant broker influence and ownership can stifle independence and create partiality during important regulatory policy discussions aimed at improving investor outcomes.
- Broker focus on exchange costs could lead to taking short cuts that undermine operational and technical excellence.
- Member owned exchanges could compromise the regulatory independence function of an exchange, create conflicts of interest, and shake investor confidence by favoring the business models of some participants over others.

NOTA TÉCNICA

Data: 12/04/2024
Para: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023

I. INTRODUÇÃO

1. Fui consultado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. (“B3” ou “Consulente”) no âmbito das discussões a respeito do Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023, divulgado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM em 18/12/2023, em que se propõe, entre outras alterações à Resolução CVM nº 135/2022, a flexibilização de requisitos para a participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados por participantes dos mercados sob responsabilidade da entidade.

2. Atualmente, a Resolução CVM nº 135/2022 estabelece, em seu art. 45, que:

“Não podem deter, direta ou indiretamente, mais de 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado:

I – o participante dos mercados sob responsabilidade da entidade administradora de mercado organizado, seja de forma individual, seja como participante de grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, ainda que nem todas as pessoas do grupo sejam participantes de mercado; e

II – os controladores diretos e indiretos de participante dos mercados sob responsabilidade da entidade administradora de mercado organizado, bem como suas controladas, coligadas e pessoas submetidas a controle comum direto ou indireto”.

3. O Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023 propõe a rediscussão da vedação absoluta imposta a participantes do mercado de deterem mais do que 10% do capital votante de entidades administradoras de mercado organizado, sugerindo a sua substituição por um regime de autorização prévia do regulador, nos seguintes termos:

“Art. 44. Depende de **autorização prévia da 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” (destacou-se)¹.

4. Ainda de acordo com o Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023, caso um participante de mercado tenha interesse em deter 15% ou mais do capital votante da entidade administradora de mercado organizado, a concessão de autorização pela CVM estaria condicionada à implementação de:

“I – regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante;

¹ Os parágrafos subsequentes do referido artigo esclarecem, ainda, que: “§ 1º Para efeitos desta Resolução, consideram-se representando o mesmo interesse os controladores diretos e indiretos das pessoas mencionadas no caput, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto. § 2º São também considerados, para fins do cômputo do percentual de participação previsto no caput: I – classes de ações às quais seja atribuído voto plural, se houver; II – posições em derivativos referenciados em ativos representativos do capital social da entidade administradora de mercado organizado; III – direitos sobre ações ou valores mobiliários com direito a voto da entidade administradora de mercado organizado; e IV – quaisquer instrumentos que acarretem a transferência de direitos econômicos ou políticos para as pessoas referidas no caput. § 3º Ainda que tenha previamente obtido a autorização de que trata o caput, o adquirente deve obter nova e específica autorização prévia da CVM para adquirir participação direta ou indireta que o leve à condição de acionista controlador da entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.

II – mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante;

III – políticas destinadas a coibir o favorecimento do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado; e

IV – regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora de mercado organizado.”

5. Ante a proposta apresentada pela Autarquia, a Consulente me consultou sobre os possíveis impactos que as alterações constantes do Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023 poderiam acarretar sobre as estruturas de mercado, com o intuito de contribuir com as discussões no âmbito da consulta pública e subsidiar a análise da matéria pelo regulador.

6. Para isso, esta nota técnica está dividida em cinco seções, incluindo esta introdução. A **seção II** traz um breve panorama do regime regulatório das entidades administradoras de mercado organizado após os processos de desmutualização. A **seção III** analisa, de forma mais detida, as alterações propostas pela CVM no Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023, no sentido de flexibilizar as regras aplicáveis à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados, seus fundamentos e potenciais riscos daí decorrentes. A **seção IV** analisa a adequação e a pertinência das sugestões de aprimoramento apresentadas pela Consulente no âmbito da consulta pública. A **seção V**, por fim, conclui.

II. A REGULAMENTAÇÃO DE ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADO ORGANIZADO

7. A detenção de participação acionária no capital social de entidades administradoras de mercado organizado por pessoas autorizadas a operar em mercados sob responsabilidade dessas entidades sempre foi uma preocupação da CVM e de diversos reguladores ao redor do mundo², sobretudo em razão dos conflitos de interesses inerentes a esse tipo de situação.

Contexto histórico

8. O atual regime previsto no art. 45 da Resolução CVM nº 135/2022 decorreu de diversas discussões havidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 06/2007, que visava reformar a regulamentação das entidades administradoras em um contexto de desmutualização das bolsas de valores brasileiras, acompanhando as tendências internacionais³.

9. Afinal, ao abandonar a forma associativa e se transformar em sociedades anônimas (frequentemente de capital aberto), surgiram novas preocupações dos

² Conforme reconhecido pela *International Organization of Securities Commissions – IOSCO*: “While exchanges remain mutual, the market participants who own the exchange have at least some common interest in high regulatory standards and are nearly always investment firms subject to regulation. Once demutualized, an exchange could fall under the control, or influence, of 'inappropriate' shareholders.[...] There have been three main ways of approaching non-mutual ownership to date: placing specific eligibility requirements on substantial or controlling shareholders (e.g. fit and proper requirements); imposing regulatory notification and/or public disclosure requirements when shareholdings (or the percentage of shares controlled) exceed certain thresholds; and/or placing restrictions on the permitted size of shareholdings, with or without discretion to approve higher levels. Many jurisdictions of SC2 members use one or more of the above.” (International Organization of Securities Commissions, *Final report on regulatory issues arising from exchange evolution*, Nov. 2006, pp. 14-15).

³ Tais discussões deram origem à edição da Instrução CVM nº 461/2007. Para um histórico e razões que levaram ao processo de desmutualização, ver o meu “A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários”, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 34, 2006, pp. 198-218.

reguladores mundo afora em relação à atuação das entidades administradoras⁴. No geral, entendia-se que, dado o caráter lucrativo que essas entidades passavam a ter e a possibilidade de um acionista (ou um grupo de acionista) concentrar parte considerável do capital votante da sociedade, haveria maior risco de comportamentos disfuncionais por parte da entidade administradora de mercado organizado, caso não fossem adotadas algumas precauções⁵.

10. À época, já se apontava um risco considerável de possíveis conflitos relacionados ao intuito lucrativo da entidade, à listagem de seus próprios papéis no mercado que administra e a outras questões concorrenciais que se desdobram dessa

⁴ “Exchanges’ new business models and the competitive environment in which they operate have inevitably raised questions as to whether the role that exchanges play as setters and enforcers of rules may need to be modified. The 2001 paper identified four key issues that regulatory authorities should consider in the context of demutualization. All remain central to any consideration of the potential impact of the changing environment on exchanges’ regulatory roles. They were: risks to the maintenance of a proper balance between an exchange’s public interest obligations and its commercial interests; the potential misuse of regulatory powers for commercial purposes; potential threats to the ongoing financial viability of an exchange; conflicts of interest due to self-listing” (International Organization of Securities Commissions, *Final report on regulatory issues arising from exchange evolution*, November 2006, pp. 06-07). Tais conflitos emergem, como já pude anotar, porque “os processos de desmutualização apresentam, ainda, uma série de importantes mudanças institucionais bastante significativas. Assim, se, em uma bolsa constituída sob a forma de associação civil, os associados são também os detentores dos direitos de acesso ao mercado, em uma bolsa desmutualizada os acessos passam a ser regidos por uma outra racionalidade. Onde antes havia uma relação de pertinência ao quadro associativo, que outorgava determinados direitos de uso de infraestrutura, passa a haver duas situações distintas: uma, a de acionista (e, ao menos em um primeiro momento, os acionistas são necessariamente os associados originais), outra, a de detentor de direito de acesso. Este último é um usuário dos serviços da bolsa e, como tal, sua figura não mais se confunde com a do detentor de capital” (*Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed., São Paulo: Elsevier, 2009, p. 138).

⁵ “In general, the degree of conflicts at the exchange level exists whether an exchange has a mutual or a demutualized structure, though the nature of the conflicts and responses to addressing these conflicts may differ depending on the type of exchange and the range of businesses it ventures in. In the mutual exchange, the key challenge is how to balance the members (who are owners) interest with that of the public interest of investors and issuers; meanwhile the demutualized exchange has to balance its commercial objectives with those of protecting public interest. In theory, the establishment of a privately for-profit exchange changes incentive structure and operating environment. In some sense, demutualization is perceived as a way to resolution of conflict of interest observed in mutual exchange particularly if the ownership is segregated from the membership and trading rights, and the company structure is set up to subscribe to sound corporate governance principles and to allow proper running of the day-to-day management of exchange. However, demutualization brings with it some new sources of conflict of interests” (Shamshad Akhtar, “Demutualization of Asian Stock Exchanges— Critical Issues and Challenges”, in *Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies*, Asian Development Bank, 2002, p. 20).

situação⁶. A própria CVM entendia que essas novas características poderiam levar as entidades administradoras a atuarem de forma não condizente com a função pública que exercem como “órgãos auxiliares à CVM”⁷, especialmente no exercício da autorregulação (atividades relacionadas à admissão de participantes, listagem e negociação de produtos, à imposição de regras de negociação⁸) e à fiscalização do cumprimento das normas pelos participantes do mercado⁹.

11. As análises efetuadas pela CVM a esse respeito não diferiram das preocupações verificadas em outras jurisdições que observaram fenômeno de

⁶ International Organization of Securities Commissions, *Issues Paper on Exchange Demutualization*, Jun. 2001, pp. 07-08. No mesmo sentido, já pude afirmar: “[d]e um modo geral, costuma-se enxergar os principais conflitos de interesses como relacionados ao fato de que a desmutualização faz com que se acresçam as preocupações usuais de uma bolsa algumas novas, relacionadas, em especial, a necessidade de geração de lucro. Não raro, as demandas provenientes de tal necessidade podem se contrapor a outras necessidades da instituição, fazendo com que, por exemplo, atividades que não sejam diretamente geradoras de lucro (como a de auto-regulação) sejam desprestigiadas ou mesmo que a bolsa flexibilize determinadas regras e procedimentos em prol da atração de um maior número de participantes e da consecução de maior liquidez para seus mercados (e, como decorrência, de maior rentabilidade para a própria instituição). [...] Embora alguns desses conflitos de interesses possam ser passíveis de administração a partir da lógica do próprio mercado (uma vez que a higidez dos sistemas de controle da bolsa e de seus mecanismos de auto-regulação acaba sendo, em última instância, também um mecanismo de atração de participantes e, assim, de aumento de liquidez), tais questões vêm suscitando uma verdadeira rediscussão do conceito de auto-regulação ao redor do mundo, com a criação de novas estruturas protetivas e de segregação de tais atividades” (*Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed., São Paulo: Elsevier, 2009, pp. 138-139).

⁷ Art. 17, parágrafo único, da Lei nº 6.385/1976. Nesse sentido, Fábio Konder Comparato chega a defender que o “conjunto das regras legais e regulamentares [...] autoriza o intérprete a concluir que as bolsas de valores, em nosso sistema de mercado de capitais, exercem um autêntico serviço público” (“Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 60, 1985, pp. 47-50). Para uma resenha crítica, ver o meu artigo “A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários”, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 34, 2006, pp. 214-216; bem como Arnoldo Wald e Nelson Eizirik, “O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 61, 1986, pp. 15-17.

⁸ Conforme o meu artigo “A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários”, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 34, 2006, pp. 206-207. Nesse sentido, o papel das bolsas é não apenas “fornecer o local ou sistema adequado” para as negociações, como também “preservar elevados padrões éticos de negociação para seus membros” (Arnoldo Wald e Nelson Eizirik, “O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 61, 1986, p. 05).

⁹ Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, p. 03. Nesse sentido: “This conflict of interest can influence the allocation of resources to the self-regulatory functions of the exchange-setting rules, conducting surveillance, and enforcing the rules. In an increasingly competitive environment, exchanges may want to minimize resources to these regulatory functions” (Bengt Rydén, “Demutualization and Self-listing”, in Larry Harris (coord.), *Regulated Exchanges: dynamic agents of economic growth*, New York: Oxford University Press, 2010, p. 243).

desmutualização semelhante¹⁰. Inspirada pelas soluções oferecidas em outros sistemas, a Autarquia expôs, no âmbito da Audiência Pública SDM nº 06/2007, a necessidade de se controlar “os incentivos prejudiciais que podem surgir com a operação com objetivo de lucro”¹¹, para não enfraquecer as responsabilidades das bolsas como entidades autorreguladoras dos mercados sob sua responsabilidade.

12. Dessa necessidade de “equilibrar os interesses em jogo para que se garanta o interesse público” subjacente à atuação das entidades administradoras¹², a Autarquia construiu todo um arcabouço permeado por salvaguardas voltadas a lidar com os desafios impostos pela nova realidade das entidades administradoras.

A restrição à participação societária na entidade administradora

13. Uma das principais preocupações da CVM nas discussões travadas na Audiência Pública SDM nº 06/2007, que deu origem à Instrução CVM nº 461/2007, estava nas possíveis regras de governança que deveriam ser impostas às entidades administradoras, considerando a nova estrutura de propriedade a que passariam a se submeter. Dentre essas regras, sobressaíram as restrições à participação no capital da entidade administradora, tendo em vista os potenciais desalinhamentos de interesse que poderiam surgir dessa relação societária¹³.

¹⁰ “Regulators are mainly concerned about three things: (1) that the exchange remain a viable institution and that if it does not, there is an orderly winding up of the exchange; (2) that the exchange treat listed companies and market intermediaries fairly; and (3) to the extent that the exchange continues to carry out regulatory functions, those functions be well and fairly executed” (Jennifer Elliott, “Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective”, *International Monetary Fund*, Jun. 2002, pp. 14-15).

¹¹ Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, p. 05.

¹² Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, pp. 06-07.

¹³ “Em uma entidade mutualizada, os membros da entidade mantêm ao menos algum interesse comum na preservação do mercado, embora isso seja freqüentemente contraposto a um interesse — também comum — em reduzir a efetividade da atividade auto-reguladora sobre seus membros. Ademais, eles próprios estão sujeitos, na maioria das vezes, à supervisão do órgão regulador. Com a desmutualização, abre-se a possibilidade de que o controle da entidade seja transferido, ou sofra influência, de acionistas sem qualquer vínculo com o mercado regulado capaz de com ele alinhar seus interesses estratégicos, ou mesmo com interesses claramente conflitantes, e, ademais, não submetidos à supervisão estatal. Em algumas jurisdições há ainda uma preocupação com a transferência de seus mercados para controle estrangeiro” (Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, p. 16).

14. A Autarquia optou por adotar salvaguardas distintas a depender do perfil dos investidores da entidade administradora, entendendo que haveria diferença na gravidade dos possíveis conflitos que poderiam decorrer dessa participação. Assim, **(i)** para pessoas que não fossem participantes do mercado, qualquer, participação direta ou indireta igual ou superior a 15% do capital social com direito a voto deveria ser **precedida de autorização da CVM** (art. 33, *caput*¹⁴); e **(ii)** para pessoas que fossem participantes do mercado, haveria uma **vedação absoluta** à detenção de participação igual ou superior a 10% do ou capital social com direito a voto da entidade (art. 34)¹⁵.

15. A imposição de uma restrição dessa natureza à participação, no capital votante da entidade administradora, por participante do mercado administrado decorreu da percepção do regulador de que **“os conflitos de interesses envolvendo [tais pessoas] podem ser mais danosos, e mais difíceis de disciplinar”**, especialmente pelo risco de que **“pudesse[m] utilizar sua participação societária para colocar a Entidade Administradora a seu serviço, colocando barreiras à concorrência com outros intermediários e prejudicando, nessa medida, os interesses dos investidores e o interesse público no bom funcionamento do mercado”** (destacou-se)¹⁶.

16. Posteriormente, quando da Audiência Pública SDM nº 09/2019, que deu origem à Resolução CVM nº 135/2022, a CVM propôs retirar tais restrições exclusivamente para as entidades administradoras de balcão organizado, desde que fossem garantidas a existência de “instrumentos legais que assegurem o exercício do

¹⁴ “Depende de autorização prévia da CVM, a aquisição, por pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% (quinze por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado”.

¹⁵ “A pessoa autorizada a operar em mercado organizado, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, assim como suas controladoras diretas e indiretas, controladas e pessoas submetidas a controle comum direto ou indireto, não podem deter mais de 10% (dez por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto da entidade que o administre”.

¹⁶ Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, p. 16. No Relatório de Audiência Pública SDM nº 06/2007, a CVM reforçou que “[a]s restrições à participação no capital estão ligadas [...] à capacidade do acionista que superar o percentual limite de tomar decisões que poderiam ameaçar a preservação e o funcionamento adequado do mercado organizado” (p. 19).

poder de polícia da CVM sobre os acionistas, administradores e participantes” (art. 152).

17. Para o mercado de balcão organizado, a flexibilização pontual daquela restrição fazia sentido, dada “[a] distinção entre o mercado de balcão organizado e o mercado de bolsa quanto aos tipos de produtos e serviços ofertados ao mercado justifica a criação de um conjunto diferenciado de normas”¹⁷.

18. Como se pode notar, essa inovação trazida pela Resolução CVM nº 135/2022 não partiu de uma percepção do regulador de que relações societárias de participantes do mercado com entidades administradoras de balcão organizado estariam imunes a conflitos de interesse. Pelo contrário, a CVM reconheceu que **“há potenciais conflitos na constituição de mercados organizados de balcão de cujas entidades administradoras sejam acionistas participantes desses mercados”** (destacou-se), razão pela qual não dispensou a adoção de salvaguardas adicionais para lidar com as possíveis disfuncionalidades que dali poderiam surgir¹⁸.

19. No que se refere às entidades administradoras de mercado organizado, à época, a CVM optou por preservar aquelas restrições e vedações aplicáveis à aquisição de participação societária por pessoas autorizadas a operar no mercado administrado. Admitiu a Autarquia, porém, que “a eventual manutenção, alteração ou exclusão” de tais comandos seria “objeto de estudos específicos da CVM” no futuro¹⁹.

¹⁷ Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 139.

¹⁸ “Não obstante, deve-se considerar que há potenciais conflitos na constituição de mercados organizados de balcão de cujas entidades administradoras sejam acionistas participantes desses mercados. Não por outro motivo, o atual art. 45 da norma estabelece limites a essa participação em entidades administradoras de mercado organizado de bolsa. Assim, para entidades administradoras de mercado organizado de balcão, foi introduzido o parágrafo único no atual art. 152 para determinar que essas entidades adotem procedimentos aptos a identificar, prevenir e tratar os conflitos de interesses, bem como mecanismos de segregação das atividades de intermediação e administração de mercado organizado” (Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 139).

¹⁹ Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/2019, pp. 57-58.

III. A CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 06/2023

20. Em linha com o que havia antecipado durante as discussões a respeito da Resolução CVM nº 135/2022, a CVM, no final do ano de 2022, convidou entidades de mercado a apresentar subsídios técnicos para a discussão da pertinência da limitação de participação no capital social de entidade administradora de mercado organizado estabelecida no art. 45 da Resolução CVM nº 135/2022, bem como mecanismos para mitigar conflitos de interesse possivelmente resultantes de eventual flexibilização, à luz da experiência internacional²⁰.

21. As contribuições apresentadas deram origem à proposta de alteração da Resolução CVM nº 135/2022 discutida na Consulta Pública SDM nº 06/2023. Conforme indicado pela própria CVM, de um lado, foram verificadas razões pela manutenção do limite de 10% do capital votante a participantes do mercado, como a “necessidade de preservação da entidade administradora contra a ingerência excessiva de seus participantes, de modo a proteger o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados”²¹, reiterando-se as preocupações já expressadas na época da edição da Audiência Pública SDM nº 06/2007.

22. De outro lado, alguns participantes manifestaram-se favoravelmente à eliminação do referido limite, sob o fundamento de que tal vedação **(i)** representaria uma imposição excessiva da intervenção estatal sobre as atividades econômicas; **(ii)** produziria efeitos negativos sobre a concorrência ao restringir as alternativas de capitalização de entidades administradoras; **(iii)** não seria suficiente para evitar conflito de interesses, havendo mecanismos mais eficientes para esse fim na regulamentação já existente – como regras de governança e regras destinadas especificamente a identificar, mitigar e eliminar conflitos²².

²⁰ Processo CVM nº 19957.012068/2022-84.

²¹ Edital da Consulta Pública SDM nº 06/2023, p. 10.

²² Edital da Consulta Pública SDM nº 06/2023, pp. 8-9.

23. Após avaliar os comentários de participantes do mercado em audiência, a CVM entendeu que poderia ser conveniente a supressão da limitação absoluta de participação, tendo sugerido o aprimoramento da Resolução CVM nº 135/2022 para:

- (i) substituir a vedação absoluta aplicável a participantes do mercado, prevista na redação corrente do art. 45, pela sistemática de prévia aprovação pela CVM sempre que, sendo participante do mercado ou não, for atingido o limiar de 15% do capital social com direito a voto, exigindo-se, adicionalmente, nova prévia aprovação em caso de aquisição de controle (art. 44)²³; e
- (ii) incluir condicionantes mínimas à aprovação prévia pela CVM dessa aquisição de participação na entidade administradora (art. 45, *caput*), impondo requisitos adicionais para essa aprovação quando se tratar de participante do mercado administrado pela entidade (art. 45, §1º)²⁴.

24. Assim, na sistemática proposta pela Autarquia no Edital da Consulta Pública SDM nº 06/2023, a aquisição de participação na entidade administradora por algum participante do mercado ficaria condicionada à adoção das seguintes medidas

²³ “Art. 44. Depende de autorização prévia da 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. [...] § 3º Ainda que tenha previamente obtido a autorização de que trata o caput, o adquirente deve obter nova e específica autorização prévia da CVM para adquirir participação direta ou indireta que o leve à condição de acionista controlador da entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.

²⁴ “Art. 45. Na análise sobre a concessão da autorização de que trata o art. 44, a CVM deve considerar, no mínimo: I – o cumprimento dos requisitos estabelecidos nesta Resolução em relação ao controlador de entidade administradora de mercado organizado; II – a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro; III – a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional; IV – o oferecimento de condições satisfatórias e equitativas para a participação dos investidores locais e o acesso de participantes residentes no País; e V – o fato de o investidor ser participante de mercado organizado sob responsabilidade da entidade administradora de mercado organizado, seja de forma individual, seja como integrante de grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, ainda que nem todas as pessoas do grupo sejam participantes de mercado”.

que, em seu entendimento, serviriam para coibir os possíveis conflitos de interesse que envolveriam uma relação societária dessa natureza:

- (i) “regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante” (art. 45, parágrafo único, inciso I)²⁵;
- (ii) “mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante” (art. 45, parágrafo único, inciso II)²⁶;
- (iii) “políticas destinadas a coibir o favorecimento do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado” (art. 45, parágrafo único, inciso III);
- (iv) “regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora de mercado organizado” (art. 45, parágrafo único, inciso IV); e
- (v) “participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não podem manter vínculo com membro do conselho de administração” (art. 28, inciso II).

²⁵ Trata-se de regra semelhante ao previsto no art. 152, parágrafo único, inciso II, alínea “a”, aplicável a entidade administradora de mercado de balcão organizado.

²⁶ Trata-se de regra semelhante ao previsto no art. 152, parágrafo único, inciso II, alínea “b”, aplicável a entidade administradora de mercado de balcão organizado.

25. Nesse sentido, a CVM buscou introduzir “medidas destinadas a reforçar a governança da entidade administradora para que esteja apta a conviver com participantes detentores de 15% ou mais do capital social ou dos direitos de voto”, com inspiração nas soluções adotadas pela autarquia para as entidades administradoras de balcão organizado (art. 152)²⁷.

26. Ocorre que as salvaguardas propostas pela CVM, da forma como foram apresentadas, **não são suficientes para mitigar os conflitos de interesses decorrentes da flexibilização das regras aplicáveis à participação no capital social de entidades administradoras de mercado organizado.**

27. Além de ignorar as diferenças existentes entre essas entidades e as entidades administradoras de balcão organizado, constatadas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2019, as salvaguardas propostas pela CVM são comandos bastante genéricos e que deixam o tratamento específico dos casos de conflito de interesses para modulação pelos próprios regulados²⁸.

28. Com efeito, embora se imponham algumas regras gerais sobre a estrutura de governança da entidade administradora de mercado organizado, elas não parecem suficientes para mitigar os conflitos inerentes àquela relação societária,

²⁷ Edital da Consulta Pública SDM nº 06/2023, p. 14.

²⁸ Refiro-me, mais especificamente, às disposições que exigem **(i)** regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante (art. 45, parágrafo único, inciso I); **(ii)** mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante (art. 45, parágrafo único, incisos II); e **(iii)** políticas destinadas a coibir o favorecimento do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado (art. 45, parágrafo único, inciso III).

sobretudo em um contexto de estruturas bastante verticalizadas e com a predominância de um acionista ou grupo de acionistas específico²⁹.

29. Como se verá, é preciso reconhecer as especificidades e os efeitos dos potenciais conflitos de interesses existentes no funcionamento de entidades administradoras de mercado organizado e – no mínimo – ir além nas disposições normativas, que devem prever regras específicas para tratar de hipóteses de conflito que se manifestam nas atividades operacionais da entidade administradora, e que dificilmente são captadas pelas instâncias societárias que a CVM buscou modular.

30. Ainda que, nos últimos anos, o mercado brasileiro tenha se consolidado e se habituado a criar estruturas para lidar com situações de conflito de interesses que surgem em diversos prestadores de serviços, as entidades administradoras possuem um papel central como infraestruturas de mercado e, por isso, merecem um cuidado especial. Esses cuidados se traduzem na exigência de regras e requisitos mais robustos para essas entidades, que devem estar à altura da sua importância sistêmica e sua essencialidade para a manutenção da confiança no mercado sob sua responsabilidade (e, em última análise, no mercado de capitais como um todo).

IV. ADEQUAÇÃO E PERTINÊNCIA DAS SUGESTÕES APRESENTADAS PELA B3

31. A B3 já teve a oportunidade de manifestar à CVM seu entendimento de que os potenciais conflitos de interesses derivados da participação de regulados no capital votante da entidade administradora justifica a manutenção da restrição

²⁹ Como é o caso das regras relacionadas à (i) vedação à existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante na adoção de salvaguardas organizacionais (art. 45, parágrafo único, inciso II); (ii) limitação do direito de voto do participante do mercado em deliberações relacionadas aos demais participantes ou a ele próprio participante (art. 45, parágrafo único, inciso IV); e (iii) vedação à manutenção de vínculo entre participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, com membro do conselho de administração (art. 28, inciso II). Nesse sentido, veja-se comentário da *U.S. Securities and Exchange Commission*: “[...] the Commission does not agree with the comment that a more general focus on board governance, conflicts of interest, and antitrust considerations, or on simply ensuring compliance with the SBSEF Core Principles, is sufficient to address this concern because, based on its long experience in regulating the markets on which the instruments underlying SBS trade, the ownership and voting structure of a regulated entity can give rise to conflicts of interest between the organization’s business interests and its regulatory obligation” (SEC Regulation SE, Rule 834 (a), (b) e (c), SBSEF e SBS Exchanges).

existente, mas que, caso o regulador optasse por flexibilizar a regra, deveriam ser tomadas medidas concretas para mitigar esses conflitos de interesses³⁰.

32. Dada a posição sinalizada pelo regulador no Edital da Consulta Pública SDM nº 06/2023 e a fim de contribuir com o debate proposto pela Autarquia, a Consulente nos indicou as sugestões que serão apresentadas à CVM para atualização da Resolução CVM nº 135/2022, voltadas ao fortalecimento da estrutura organizacional das entidades administradoras de mercado organizado.

33. Inicialmente, parece-me bastante razoável e prudente a proposta da Consulente de alteração da redação do §1º do art. 44 da Resolução CVM nº 135/2022³¹, de modo a alargar a definição de “grupo de investidores agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse” para fins de verificação de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% no capital social da entidade administradora que ensejaria a autorização prévia da CVM³².

34. A meu ver, a redação atualmente vigente³³, que gravita em torno da figura do acionista controlador, não abrange situações de fato que podem resultar em uma influência indesejável de um acionista relevante na entidade

³⁰ Doc. nº 1684287 do Processo CVM nº 19957.012068/2022-84.

³¹ “Para efeitos desta Resolução, consideram-se representando o mesmo interesse os controladores diretos e indiretos das pessoas mencionadas no caput, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto.”

³² Essa preocupação também esteve no centro das atenções da *U.S. Securities and Exchange Commission*: “Proposed Rule 834(b) would aggregate the voting interest of the member itself with the voting interest held by any officer, principal, or employee of the member for purposes of determining compliance with the 20% cap. Without this provision, the member—or an officer, principal, or employee of the member— could split the voting interest held in the SBSEF or SBS exchange across multiple persons who would likely be voting that interest in concert, thereby potentially acting as a conflict of interest” (SEC Regulation SE, Rule 834 (a), (b) e (c), SBSEF e SBS Exchanges – destacou-se).

³³ “Art. 44 (...) § 1º Para efeitos desta Resolução, considera-se representando o mesmo interesse o controlador das pessoas mencionadas no caput, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto.”

administradora. Nesse sentido, a utilização do termo “influência significativa”³⁴, me parece muito mais apropriado para se mitigar os conflitos de interesses que podem se agravar com a flexibilização proposta na consulta pública.

35. Vale lembrar que o conceito de “influência significativa” não é nenhuma novidade para o arcabouço regulatório da CVM. O termo já está bem definido e consolidado, por exemplo, na extensa jurisprudência da Autarquia sobre eleição em separado por acionistas minoritários de companhias abertas (nos termos do art. 141, §4º e §5º, e do art. 161, §4º, alínea “a”, ambos da Lei nº 6.404/1976)³⁵, de modo que já conta com os parâmetros e balizas necessários para orientação do mercado.

36. Também me parece bastante pertinente a sugestão da Consulente no sentido de exigir nova análise e aprovação prévia da CVM, caso o participante que já detenha 15% do capital social de uma entidade administradora deseje incrementar sua participação em novos patamares de 5%– um percentual, vale destacar, coerente com outras regras editadas pela autarquia.

37. Afinal, se, a partir de tal patamar, os riscos sobre os quais discorri na **seção II** já podem se materializar, a consolidação dessa participação e o consequente aumento da influência do participante na entidade administradora acarretam, inevitavelmente, um risco muito maior. Esse novo cenário deve ser acompanhado de

³⁴ Para verificar a efetiva influência de um terceiro na formação da vontade do acionista – ainda que não se trate, necessariamente, de poder de controle –, deve-se debruçar sobre a relação entre os acionistas, buscando identificar se o sentido do voto proferido pela entidade é, de alguma forma, determinado ou influenciado pela atuação do terceiro. A esse respeito: PAS CVM nº 19957.006822/2018-61, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 29/11/2019.

³⁵ A esse respeito, ver: PAS CVM nº TA-RJ2001/9686, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 12/08/2004; PAS CVM nº 07/05, Rel. Pres. Marcelo Trindade j. em 24/04/2007; e PAS CVM nº RJ2002/4985, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 08/11/2005; PAS CVM nº 11/2012, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 02/12/2014; PAS CVM nº 19957.006822/2018-61, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 29/11/2019.

estruturas de controle muito mais robustas para evitar que os interesses particulares do acionista contaminem os negócios da entidade administradora.³⁶

38. Ao mesmo tempo, entendo que até os mecanismos mais sofisticados de mitigação de riscos teriam muitas limitações para lidar com um cenário no qual a participação relevante detida por participante do mercado lhe garantisse o controle acionário. Nessa situação, os potenciais conflitos de interesse seriam exacerbados de tal maneira que, dificilmente, seriam resolvidos pelos mecanismos de controle propostos no âmbito da consulta pública. Nesse sentido, a sugestão da Consulente de incluir, na redação do §3º do art. 44, uma vedação absoluta à possibilidade de participantes assumirem o controle acionário de uma entidade administradora de mercado organizado, parece-me bastante oportuna.

39. Além dessas sugestões de caráter estrutural, a Consulente apresentou outros requisitos mais específicos que deveriam ser cumpridos, caso a CVM mantenha a flexibilização proposta e um participante de mercado deseje obter autorização para deter participação igual ou superior a 15% do capital votante da entidade administradora.

40. Tais salvaguardas seriam aplicáveis **especificamente às hipóteses em que as entidades administradoras passem a contar com um acionista relevante que também seja participante do mercado**, de forma a blindar a sua interferência na atuação (e, especialmente, na operação) da entidade administradora. Afinal, são justamente nessas situações que os possíveis conflitos de interesse são mais acentuados e, por isso mesmo, exigem maiores cuidados.

41. Tais medidas buscam não apenas remediar os possíveis conflitos relacionados à assunção de tal participação relevante (por exemplo, disfunções na autorregulação do mercado, possibilidade de acesso a informações confidenciais relativas a negócios realizados no mercado sob a sua responsabilidade,

³⁶ A preocupação da CVM com aumentos sucessivos de participação é refletida, por exemplo, no art. 12, § 1º, da Resolução CVM nº 44/2021, no contexto de divulgação de participação acionária relevante em companhias abertas.

favorecimentos indevidos a determinados participantes, etc.), mas também moderar os custos de supervisão aos quais Autarquia possivelmente será submetida diante dessa mudança de paradigma em nosso mercado.

42. Com efeito, se a Resolução CVM nº 135/2022 não apresentar pormenorizadamente um mínimo de medidas que devem ser adotadas para mitigar aqueles conflitos, ficará obrigada a empenhar tempo e recursos – sabidamente escassos – para identificar e sancionar, a posteriori, as externalidades geradas por uma estrutura de controles superficial e ineficiente. Isso foi o que ocorreu em outros países que flexibilizaram a participação acionária de participantes em entidades administradoras³⁷.

43. A meu ver, a forma mais efetiva de regular esses conflitos (tanto para afastar a materialização de seus efeitos negativos, como para assegurar que os recursos limitados a que o regulador tem acesso sejam alocados de forma eficiente) passa pelo estabelecimento de regras claras de natureza estrutural e precaucionária, pela própria CVM. Ao invés de oferecer tamanha discricionariedade para a própria entidade administradora e se apoiar na existência de regras de conduta que sancionem eventual desvio, em uma postura preponderantemente sancionatória, a

³⁷ A exemplo da Austrália, como bem levantado pela B3: “Segundo os dados levantados pelo Cost Recovery Implementation Statement: ASIC industry funding model (2021-22), que traz informações dos custos de atividades regulatórias em cada indústria no mercado australiano, ainda em outubro de 2022, os custos de supervisão, enforcement, além de taxas e custos indiretos para a indústria já alcançavam, para o biênio de 2021-2022, aproximadamente US\$ 300 milhões, o que é consideravelmente superior ao custo da autorregulação no Brasil atualmente” (doc. nº 1684287 do Processo CVM nº 19957.012068/2022-84).

meu ver, é muito mais efetivo seguir o modelo de uma regulação prudencial, com regras e procedimentos bem delimitados capazes de lidar com aqueles conflitos³⁸.

44. Feitos esses esclarecimentos de cunho mais geral, passo a analisar, a seguir, as medidas sugeridas pela Consulente, agrupadas de acordo com as preocupações que buscam remediar e as estratégias regulatórias a elas subjacentes.

Tratamento equitativo de participantes

45. Uma primeira série de medidas que a Consulente sugere relacionam-se com um possível tratamento não equitativo dos participantes do mercado. Segundo a Consulente deveriam ser previstas, na entidade administradora:

- (i) regras nos regulamentos sobre os participantes, operações, listagem e funcionamento do departamento de autorregulação que assegurem o tratamento equitativo de participantes e que não privilegiem um participante sobre o outro (em complemento às regras do art. 83, parágrafo único, e 84);
- (ii) regras de conduta para o funcionamento regular do mercado, que incluam previsões para garantir (a) o tratamento equitativo de

³⁸ A substituição de práticas eminentemente prescritivas e fiscalizatórias pela valorização de regras estruturais e preventivas é um movimento que tem ocorrido no âmbito da regulação prudencial, e pode ser igualmente uma opção regulatória a ser adotada pela CVM. Conforme já tive a oportunidade de destacar: “Da mesma forma que ocorre com a regulação de condutas, também a regulação prudencial é, na sua origem, definida conforme a natureza da instituição regulada, sendo alguns de seus aspectos submetidos aos reguladores de áreas específicas, a quem incumbem autorizações, fiscalizações e controles em geral. [...] Embora seja possível relacionar diversos instrumentos típicos de regulação prudencial, aqui serão relacionados apenas alguns deles, demonstrativos da dinâmica desta categoria que, de um modo geral, se caracteriza “por regulamentos que estabelecem limites e requisitos preventivos, dentro dos quais cada instituição financeira deve operar, com pouca fiscalização detalhada. Os objetivos da supervisão tornam as instituições financeiras responsáveis pelo estabelecimento de políticas e procedimentos que irão promover o atendimento aos padrões prudenciais” (Banco Central do Brasil, 2002a, 2.20.10.10). **Essa caracterização está em consonância com a tendência mundial quanto à matéria, de que, cada vez mais, a regulação prudencial se distancie do conteúdo estritamente prescritivo, mais típico da regulação de condutas (e, conseqüentemente, dos reguladores a ela afeitos), adotando um padrão distinto, pelo estabelecimento de padrões gerais e a valorização de regras e mecanismos de adequação, de administração de riscos e de controles internos (‘compliance’), pelas próprias instituições.**” (*Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed., São Paulo: Elsevier, 2009, pp. 246-247 – destacou-se).

participantes; (b) o sigilo das informações sobre participantes, comitentes finais, operações e emissores, inclusive, dentro da estrutura da entidade administradora, para impedir o seu acesso pelo acionista relevante ou pessoas a ele ligadas (em complemento às regras do art. 108); e (c) as sanções correlatas;

- (iii) regras que restrinjam a circulação de informações sobre ofertas, operações, participantes e comitentes finais às equipes que lidem diretamente com essas informações e impeçam o acesso prioritário às informações sobre ofertas e operações pelo acionista relevante e pessoas a ele ligadas (em complemento às regras do art. 77 e do art. 119);
- (iv) uma política de preços que se aplique a todos os participantes e que impeça a instituição de preços predatórios (inferiores aos custos) pela entidade que possui participação acionária relevante de um participante, de modo a impedir que esse participante direcione operações para a entidade administradora em que detém participação relevante (em complemento às regras do art. 78);
- (v) uma política de concessão de benefícios, que contenha regras isonômicas e transparentes para a concessão de eventuais benefícios relacionados à operação em mercados administrados (por exemplo, menor latência), de modo a permitir que diversos participantes possam ter acesso aos mesmos benefícios; e
- (vi) a criação de um comitê de transações com partes relacionadas e supervisão de conflitos, com maioria de membros independentes, para avaliar todos os contratos celebrados com o acionista relevante e pessoas a ele relacionadas e julgar reclamações apresentadas por participantes a respeito de eventual tratamento não equitativo de participantes no âmbito da contratação de serviços oferecidos pela entidade administradora.

46. As medidas propostas pela Consulente envolvem preocupações relacionadas a um possível tratamento comercial e operacional distinto entre os participantes do mercado, beneficiando aqueles que tenham alguma relação com o participante que detém participação relevante na entidade.

47. O risco de haver algum abuso no exercício dessas prerrogativas pela entidade administradora já era apontado nos debates sobre os processos de desmutualização, justamente em razão do interesse financeiro que pautaria a atuação da entidade administradora, e já está bem mapeado pelos reguladores mundo afora³⁹.

48. Ocorre que a sugestão genérica da CVM, de que as entidades administradoras deveriam ter “políticas destinadas a coibir o favorecimento do acionista relevante” (art. 45, parágrafo único, inciso III), sem maiores especificações ou parâmetros para essas políticas e sem fazer referência expressa a eventual favorecimento de clientes ou pessoas relacionadas (em decorrência de uma relação comercial, por exemplo) ao participante que detenha participação relevante, não me parece suficiente.

49. As sugestões da Autarquia não contemplam, nesse ponto, mecanismos procedimentais e materiais para que os remédios necessários sejam efetivamente aplicados, inclusive com relação à atuação de outros participantes do mercado – que, eventualmente, podem estar em boa posição para identificar possíveis anomalias.

50. Dessa sorte, ao deixar aos próprios participantes do mercado a prerrogativa de definir tais regras, relegando à CVM a eventual identificação e penalização de desvios decorrentes de falhas nas estruturas implementadas, cria-se

³⁹ Veja-se o *Principle 26* da IOSCO: “There should be **ongoing regulatory supervision** of exchanges and trading systems which should aim to ensure that the integrity of trading is maintained **through fair and equitable rules** that strike an appropriate balance between the demands of different market participants” (destacou-se). No mesmo sentido, o *Principle 30*: “The system for **clearing and settlement of securities transactions** should be subject to **regulatory oversight**, and designed to ensure that it is **fair**, effective and efficient and that it reduces systemic risk” (destacou-se).

um custo de supervisão desnecessário ao regulador, retardando uma discussão que inevitavelmente deverá ser enfrentada pela Autarquia.

51. Além do mais, tratando-se de temas específicos que podem sofrer variações a depender da estrutura da entidade administradora, é adequado que o mercado conheça de antemão quais são os elementos mínimos das políticas indicadas na minuta, a fim de possibilitar o estabelecimento de um diálogo proveitoso com o próprio regulador.

52. É essencial, por exemplo, que se implemente procedimentos para garantir a equidade de acesso à informação aos participantes, no que diz respeito à quantidade e qualidade da informação, e também ao tempo de seu recebimento⁴⁰. Da mesma forma, para se garantir a higidez do mercado, é fundamental assegurar que o acionista relevante não terá acesso prioritário a informações sobre as operações da entidade e de outros participantes, seja diretamente, seja por meio de pessoas a ele ligadas⁴¹.

53. Nesse sentido, os arranjos de governança instituídos na própria B3, para lidar com as diferentes instâncias em que pode haver tratamento não equitativo entre participantes, parecem-me um bom ponto de partida. A B3 conta, por exemplo, com um comitê de produtos e precificação, cuja eleição de membros depende do voto

⁴⁰ "While exchanges may operate with varying degrees of transparency (that is, more or less pre and post-trade information), in order to create an effective price discovery mechanism, all market participants of a similar class must have equal access to the data. The exchange cannot permit some participants to have more or less information or to receive information at different times." (Jennifer Elliott, "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective", *International Monetary Fund Working Paper*, July 2002, p. 20).

⁴¹ A *Canadian Securities Exchange*, por exemplo, prevê expressamente a obrigação de confidencialidade a que estão sujeitas pessoas ligadas ao acionista relevante em relação a informações sobre as atividades da entidade e seus participantes: "If Significant Shareholder Personnel obtain any confidential information regarding CSE's operations, regulation functions, a CSE dealer or a CSE listed issuer through an oversight role of CSE (such as through directorship), they are required to A. keep such information separate and confidential from the business or other operations of the significant shareholder, except with respect to information regarding exchange operations where disclosure is necessary to carry out the individual's responsibilities for the management or oversight of the CSE's operations and the individual can and does exercise due care in his or her disclosure of the information, and B. **not use the confidential information to provide an advantage to the significant shareholder or its affiliated entities**" (*Canadian Securities Exchange Conflicts of Interest & Confidentiality Policy*).

favorável de 90% dos membros do conselho de administração⁴², responsável por acompanhar e assessorar em questões relacionadas à aprovação de produtos e fixação de emolumentos⁴³, criando-se um controle no procedimento de governança relativo a esses temas⁴⁴.

54. Entendo que, com o mesmo espírito de evitar o tratamento não isonômico, também é pertinente a sugestão apresentada pela B3 de previsão de criação de um comitê de transações com partes relacionadas e conflitos para avaliar os contratos celebrados com o acionista relevante e pessoas a ele relacionada, bem como para julgar eventuais reclamações apresentadas por participantes a respeito de tratamento não equitativo no âmbito da contratação de serviços oferecidos pela entidade administradora.

55. Essa solução, inclusive, encontra aderência na regulamentação de internacional. A título de exemplo, a *Toronto Securities Exchange* prevê um Comitê de Conflitos que é responsável por apreciar reclamações de emissores listados que indiquem não estar sendo tratados adequadamente pela bolsa em razão de questões de conflito relacionados a acionista relevante⁴⁵.

⁴² Art. 29, §2º, do estatuto social da B3.

⁴³ Art. 50, parágrafo único.

⁴⁴ Art. 35, alínea “g”.

⁴⁵ “TSX has established a conflicts committee (‘Conflicts Committee’) pursuant to the Provisions Respecting Conflict of Interest and Competitors of TMX Group Limited. [...] 4. At any time that a TSX listed issuer believes that it is not being treated appropriately by the Exchange as a result of a Potential Conflict Matter, the Exchange shall refer the Potential Conflict Matter to the Commission’s Director, Market Regulation. The Exchange may also refer a Potential Conflict Matter to the Commission’s Director, Market Regulation, if it believes it is in a conflict of interest position, whether real or perceived. 5. When an application or filing is made by a TSX listed issuer that engages this policy, or a continued listing review to which this policy applies is under consideration, the matter shall be brought to the attention of the secretary of the Conflicts Committee who shall then convene a meeting of the Conflicts Committee to be held following receipt of a substantially complete application or filing from the listed issuer or as required in considering a continued listing review. The Conflicts Committee shall use best efforts to meet within any relevant time frame identified by the listed issuer or TSX” (*Toronto Stock Exchange Conflicts Management Policy for Listed Issuer Services*).

Fiscalização do acionista relevante

56. Tendo em vista as preocupações de conflitos de interesses relatadas na **seção II**, que reconhecidamente se agravam quando a entidade administradora ostenta um acionista relevante que também é participante do mercado, uma segunda série de medidas que a Consulente propõe para aprimoramento da Resolução CVM nº 135/2022 diz respeito à supervisão desse acionista.

57. Tais medidas envolvem:

- (i) a previsão de regras específicas para a supervisão das atividades do acionista relevante; e
- (ii) o estabelecimento de regras de envio à CVM de relatórios periódicos com informações sobre a implementação de controles, políticas e procedimentos previstos para tal supervisão e sobre eventuais investigações conduzidas em operações relacionadas ao acionista relevante ou entidades a ele relacionadas.

58. Essas salvaguardas partem de uma preocupação antiga que, de certa forma, já foi expressa pela CVM à época da Audiência Pública SDM nº 06/2007, quando se tratou das possíveis disfuncionalidades que poderiam surgir na atividade de supervisão da entidade administradora na hipótese de autolistagem. Em tais casos, como se entendeu, a entidade passaria a ser a fiscalizadora de si própria, o que

demanda a adoção de medidas estruturantes para conferir independência no exercício dessa atribuição⁴⁶.

59. A bem da verdade, já naquela época, a preocupação não se limitava à autolistagem. O risco de uso disfuncional dos atributos fiscalizatórios ganhou grande atenção dos reguladores também de um ponto de vista mais geral, considerando, por exemplo, o risco de que a entidade administradora adotasse medidas que prejudicassem injustificadamente os seus concorrentes⁴⁷.

60. Da mesma forma, os conflitos decorrentes da detenção, por um participante do mercado, de participação relevante da entidade administradora são comparáveis àqueles vislumbrados nos casos de autolistagem, quando tratamos do exercício da função fiscalizadora. Afinal, haveria, nessa hipótese, um interesse conflitante do acionista com a fiscalização de sua própria participação no mercado pela entidade que é por ele influenciada.

61. Tendo em vista esse cenário, entendo ser cabível a adoção de soluções semelhantes àquelas direcionadas à autolistagem, como o atual §2º do art. 93 da Resolução CVM nº 135/2023, que estabelece a necessidade de supervisão mais detida

⁴⁶ “O art. 58 da minuta contempla a hipótese de auto-listagem, isto é, de que os valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora sejam admitidos à negociação no próprio mercado por ela gerido. A hipótese desse dispositivo, bastante provável em um cenário de desmutualização, é vista com desconfiança na literatura especializada, que põe em dúvida a capacidade da Entidade Administradora de funcionar adequadamente como reguladora de si própria. A maior parte das jurisdições pretendeu tratar dos conflitos de interesse que surgem na auto-listagem com a imposição de arranjos especiais de supervisão, incidentes durante o processo de listagem das ações, na fiscalização dos deveres de prestação periódica de informação e no monitoramento dos negócios com valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora. Esses arranjos vão desde o afastamento completo da autoridade da bolsa, concentrando-se os poderes de fiscalização inteiramente no órgão regulador, passando pela exigência de um **comitê especial na Entidade Administradora, voltado a monitorar a ocorrência de eventuais conflitos e cujas recomendações são enviadas ao órgão regulador, e chegando até mesmo à determinação de que se proceda a uma segunda listagem, fora do mercado gerido pela Entidade Administradora**” (Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007, pp. 24-25 – destacou-se).

⁴⁷ “A second key consideration in evaluating exchanges' ongoing regulatory roles is the extent to which they may be able to misuse that role for commercial benefit, particularly where they are subject to little competition or there are already high barriers to entry. [...] There are two main ways in which an exchange might misuse its position: 1) by taking regulatory actions that unreasonably disadvantage its competitors; or 2) by using its powers to generate regulatory income to finance its commercial operations” (International Organization of Securities Commissions, *Final report on regulatory issues arising from exchange evolution*, November 2006, p. 08).

das operações da entidade administradora⁴⁸. Com efeito, em vista dos conflitos que podem surgir da participação relevante de um participante no capital social votante da administradora, faz sentido prever que esse participante seja submetido a uma fiscalização mais cuidadosa, constante e criteriosa pelo autorregulador.

62. As sugestões atualmente oferecidas pela CVM seriam, nesse ponto, insuficientes. Elas obrigariam as entidades administradoras a tão-somente adotar normas internas para tratamento do conflito de interesses, sem especificar propriamente a atividade de fiscalização (art. 45, parágrafo único, incisos I, II e III) – o que deveria constar da regra considerando a importância dessa função desempenhada pela entidade vis-à-vis a magnitude dos conflitos que daí irradiam.

63. Assim, entendo ser bastante adequado, a fim de manter o regulador atualizado e diminuir o custo de supervisão decorrente da flexibilização de regra de participação, que sejam previstas regras de envio à CVM de relatórios periódicos com informações sobre a implementação dos controles, políticas e procedimentos previstos para a supervisão de participante relevante e sobre eventuais investigações conduzidas sobre o acionista relevante ou de entidades a ele relacionadas.

64. Dessa forma, reduz-se o risco de que a fiscalização do participante pela entidade se torne opaca, criando um mecanismo pontual de controle, por parte do regulador, acerca da eficácia dos mecanismos de supervisão da entidade administradora de mercado organizado, especialmente quando ela está fiscalizando a conduta do próprio acionista.

Requisitos de independência para cargos-chave da entidade administradora

65. Um terceiro grupo de medidas busca aprimorar e robustecer os requisitos técnicos e de independência que deveriam ser observados por pessoas-chave da

⁴⁸ “O departamento de autorregulação deve fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da própria entidade administradora de mercado organizado, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedada a fiscalização por amostragem”.

entidade administradora, indo além daquelas exigências aplicáveis a apenas a membros do conselho de administração (art. 29)⁴⁹.

66. Nesse sentido, a Consulente sugere a existência de:

- (i) requisitos técnicos e de independência para pessoas que ocupem cargos-chave na *clearing* e na depositária central (quando essas estruturas fizerem parte do mesmo grupo econômico da entidade administradora de mercado organizado), bem como na entidade (ou departamento) de autorregulação e, em complemento aos arts. 20 e 25, a proibição de vinculação ao acionista relevante, nos 6 meses que antecederem a indicação/contratação e nos 6 meses posteriores à sua destituição;
- (ii) regras de conduta para a diretoria e pessoal-chave da *clearing* e da depositária central (quando essas estruturas fizerem parte do mesmo grupo da entidade administradora), bem como da entidade (ou departamento) de autorregulação, que garantam o tratamento equitativo dos participantes e impeçam o acesso a informações pelo acionista relevante ou o tratamento privilegiado do acionista relevante (em complemento às regras do art. 23, parágrafo único); e
- (iii) regras de proibição de contratação de terceiros anteriormente vinculados ao acionista relevante para a condução de atividades imputadas à

⁴⁹ “Considera-se conselheiro independente aquele que não mantém vínculo com: I – a entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador da entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; III – participante da entidade administradora de mercado organizado; e IV – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante da entidade administradora de mercado organizado. § 1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no caput: I – relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes que possa conduzir à perda de independência; II – participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital total ou do capital votante; III – ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau; ou IV – participação remunerada em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo”.

entidade administradora ou de autorregulação (em complemento às regras do art. 114).

67. Isso porque a sugestão da CVM de vedar a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora e ao participante (art. 45, parágrafo único, inciso II) não parece ser suficiente para remediar possíveis interferências indevidas do acionista relevante na estrutura de tomada de decisão da entidade.

68. Tal sugestão estabelece tão-somente uma proibição ao *interlocking directorate*, que é a manifestação máxima da interferência do acionista na entidade administradora. A regra, no entanto, apresenta uma amplitude restrita e não captura outras situações de interferência do participante em cargos-chave da entidade administradora que não se confundem com o compartilhamento de pessoas.

69. Com efeito, a eleição ou contratação de pessoas que tenham mantido vínculo com o participante do mercado ou que venham a ter vínculo tão logo deixem seus postos na entidade administradora pode ser uma relevante fonte de cooptação pelo participante que tem participação relevante na entidade administradora e deve ser, por isso, coibida.

70. Ao tratar dos requisitos de independência de conselheiros no art. 29⁵⁰, a Resolução CVM nº 135/2022 reconhece a importância de abarcar, para tais fins, a ausência de vinculação em período superior àquele do mandato. Nesse sentido,

⁵⁰ “Art. 29. Considera-se conselheiro independente aquele que não mantém vínculo com: I – a entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador da entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; III – participante da entidade administradora de mercado organizado; e IV – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante da entidade administradora de mercado organizado.

§ 1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no caput: I – relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes que possa conduzir à perda de independência; II – participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital total ou do capital votante;

§ 2º Equipara-se à relação atual, para efeito do disposto no inciso I do § 1º deste artigo, aquela existente no prazo de **até 1 (um) ano antes da posse** como membro do conselho.” (grifou-se).

parece-me adequado – e em linha com preocupações manifestadas pela CVM – que haja disposição semelhante para pessoas-chave da entidade em outros níveis hierárquicos, sobretudo em postos nos quais tais pessoas possam ter acesso privilegiado a informações relativas às operações realizadas no mercado.

71. Há de se considerar, ainda, a necessidade de proibição de vinculação ao acionista relevante também em período posterior à destituição, para evitar que informações sobre a atuação da bolsa de alguma forma sejam utilizadas em privilégio do acionista relevante. Nesse sentido, o prazo de 1 ano para caracterização de vínculo, proposto pela Consulente, é coerente com as preocupações da CVM em torno do tema e com a própria Resolução CVM nº 135/2022.

72. Vale notar que a sugestão da CVM para o art. 45, parágrafo único, inciso II, tampouco veda a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora e outros acionistas agindo sob um mesmo interesse do participante. Nota-se, nesse sentido, uma contradição entre a medida sugerida pela Autarquia nesse ponto, mais restrita, e a definição adotada pela regulamentação para grupo de acionistas, mais ampla (embora essa também seja uma previsão insuficiente, como já mencionado).

73. Da mesma forma, não obstante a Resolução CVM nº 135/2022 já estabeleça alguns requisitos de elegibilidade de “preposto relevante” da entidade administradora (art. 25⁵¹), a regulamentação (i) não indica outros cargos que

⁵¹ “São impeditivas da eleição como administrador, ou da contratação como funcionário ou preposto relevante da entidade administradora de mercado organizado, assim considerados aqueles que exerçam função gerencial ou equivalente: I – a ocorrência de quaisquer das hipóteses de impedimento previstas na Lei nº 6.404, de 1976, salvo quando a Lei admitir dispensa pela assembleia geral; II – a condenação por crime de lavagem de dinheiro ou de ocultação de bens, direitos e valores, contra a ordem econômica, as relações de consumo, o sistema financeiro nacional ou o mercado de capitais, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; III – a prestação de declarações falsas, inexatas, ou omissas, quando, pela sua extensão ou conteúdo, se mostrarem relevantes para aferição do disposto no art. 24 e neste artigo; e IV – a inabilitação ou suspensão para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC. Parágrafo único. Os administradores, funcionários e prepostos que deixem de preencher, por fato superveniente ou desconhecido à época da aprovação de seu nome, os requisitos exigidos para a função, devem ser imediatamente destituídos, comunicando-se o fato à CVM”.

deveriam ser abrangidos pela regra, como aqueles em estruturas essenciais para o funcionamento do mercado (como *clearing* e depositária, notadamente quando tais estruturas fizerem parte do mesmo grupo da entidade administradora de mercado organizado) e na entidade (ou departamento) de autorregulação; e (ii) traz requisitos insuficientes para lidar com os possíveis conflitos.

74. Nesse sentido, entendo ser adequados os aprimoramentos sugeridos pela B3, a fim de conferir maior efetividade a tais medidas regulatórias. Essas iniciativas também são compartilhadas por reguladores mundo afora, que reconheceram a importância de se criar algum mecanismo efetivos de segregação de departamentos, inclusive por meio da introdução de requisitos coerentes para se ocupar cargos⁵².

75. A título de exemplo da importância de se estabelecer uma camada de independência na administração e coordenação geral dos negócios e do exercício de tais funções pela entidade, a própria B3 – mesmo sendo uma companhia de capital pulverizado – adota critérios de independência em relação a membros da diretoria, que devem ter dedicação exclusiva e não podem, durante o tempo em que permanecerem no exercício de seus cargos, manter vínculo com diversos agentes, incluindo acionistas ou grupos de acionistas titulares de 5% ou mais do capital votante da B3⁵³.

⁵² “In general, it has been perceived as increasingly important that the regulatory function should be organised in a way that permits it to operate with as much independence as possible from the commercial interests of the management and shareholders. This normally involves **some form of organisational containment of the regulatory department(s)**, but may also provide for specific arrangements regarding the **appointment (and dismissal)** of heads of regulation, regulatory oversight or audit by the independent or public directors, and/or the possibility of the head of regulation reporting concerns to the independent or public directors” (International Organization of Securities Commissions, *Final report on regulatory issues arising from exchange evolution*, Nov. 2006, pp. 13-14 – destacou-se).

⁵³ Art. 33 do estatuto social da B3: “Os membros da Diretoria devem atender as condições estabelecidas no Parágrafo 4º do Artigo 22, ter dedicação profissional exclusiva para com a Companhia e não podem, durante o tempo em que permanecerem no exercício de seus cargos, manter vínculo, conforme definido no Parágrafo 10 do Artigo 22, com: (i) titulares de Autorizações de Acesso, (ii) acionistas ou Grupos de Acionistas titulares de 5% ou mais do capital votante da Companhia, (iii) instituição que faça parte de sistema de distribuição de valores mobiliários no Brasil ou no exterior, (iv) companhias abertas, (v) instituição que atue na administração de carteira de valores mobiliários, e (vi) Investidores Institucionais”.

Requisitos de independência para conselho de administração da entidade administradora

76. A Consulente também sugere o aprimoramento da regra que restringiria a participação, no conselho de administração, de membros que tenham vínculos com participantes do mercado, nos termos do inciso II do art. 28 da minuta proposta pela CVM⁵⁴

77. Isso porque, ante as especificidades e o caráter estratégico do conselho de administração, seria mais adequada e razoável a aplicação de uma limitação menos abrangente. Dada a natureza política e representativa do órgão⁵⁵, é aceitável, e até mesmo desejável, que sua composição seja estrategicamente plural⁵⁶ e dê representatividade a participantes do mercado.

78. Portanto, considero pertinente a sugestão da Consulente no sentido de limitar a vedação de participação de membros no conselho de administração apenas para aqueles que mantenham vínculos com participante do mercado (ou grupo de participantes agindo sob o mesmo interesse) que detenha posição acionária relevante, mantendo-se a possibilidade de que os demais participantes mantenham vínculo com, no máximo, um membro do conselho de administração.

79. No meu entendimento, os riscos de eventuais conflitos de interesses na atuação de membros do conselho de administração, notadamente nos casos em que eles tenham vínculo com um participante do mercado que detenha participação

⁵⁴ “Art. 28 [...] II – participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não podem manter vínculo com membro do conselho de administração.”

⁵⁵ Cf. “Além disso, se considerarmos a natureza do conselho de administração no sistema da lei acionária brasileira - órgão de administração, mas ao mesmo tempo detentor de uma certa dimensão política e de representação dos acionistas -, até parece razoável, ao menos em alguma medida, esta extensão dos efeitos do acordo aos conselheiros.” (Otavio Yazbek, “A Vinculação dos Administradores das Sociedades aos Acordos de Acionistas”, in *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 1, 2015, p. 22)

⁵⁶ Nesse sentido, as recomendações do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas: “[p]ara que possa desempenhar bem suas funções, o membro do conselho de administração deve entender o negócio da companhia.” (item 2.6); e “[a] diversidade de perfis no conselho de administração permite que a companhia se beneficie da pluralidade de argumentos e de um processo de tomada de decisão com maior qualidade e segurança” (item 2.2). Na mesma linha, o art. 33, I, do Regulamento do Novo Mercado da B3 prevê a complementaridade de experiências como um dos critérios para a composição do conselho de administração que devem guiar a política de indicação de membros.

relevante, são mais bem administrados pela limitação de voto em determinadas matérias, como passo a descrever a seguir.

Limitações de voto

80. Por fim, um quinto grupo de mitigantes sugeridos pela Consulente diz respeito à limitação do exercício do direito de voto, pelo acionista relevante, em assembleia geral e no conselho de administração da entidade administradora. Segundo a Consulente, deveriam ser previstos, no estatuto social da entidade que possuir acionista relevante:

- (i) o impedimento de o acionista relevante exercer o direito de voto em deliberações acerca de alterações nas regras do estatuto social relacionadas à composição da diretoria da entidade, do conselho e da diretoria de autorregulação, ou ao funcionamento do mercado administrado e às atividades de autorregulação (em complemento às regras do art. 22); e
- (ii) o impedimento de conselheiros indicados pelo acionista relevante votarem em deliberações sobre recursos contra decisões das diretorias sobre admissão de participantes, regulamentos sobre admissão de participantes, listagem e novos produtos, ou questões relacionadas à supervisão e atividades de autorregulação (como, por exemplo, plano de supervisão, eleição de diretor de regulação).

81. A preocupação subjacente a essas regras é, evidentemente, evitar que o acionista relevante e os conselheiros por ele indicados possam influenciar na

alteração de regras fundamentais ao exercício da governança e das atividades da entidade administradora a seu favor e/ou em prejuízo da concorrência⁵⁷.

82. Adota-se, corretamente, lógica análoga às disposições da lei acionária a respeito do exercício do direito voto em assembleia geral em situação de impedimento de voto do acionista (art. 115, §1⁹⁵⁸) e de vedação a intervir por administrador da companhia (art. 156⁵⁹). Nesses casos, o ordenamento jurídico estabelece uma regra de natureza precaucionária por pressupor que o conflito na interferência do acionista ou do administrador em tais situações seria, de fato, inconciliável.

⁵⁷ Nesse sentido, por exemplo, reconheceu a *U.S. Securities and Exchange Commission*, que, para além das restrições de controle, se fariam necessárias limitações ao direito de voto de acionistas, dadas as preocupações com a influência indevida do acionista em decisões como regras e políticas aplicáveis a entes listados, acesso ao ambiente de negociação e supervisão: “On the other hand, allowing a member of an SBSEF or SBS exchange too large a voting interest could undermine the public policy benefits of having transparent, fair, and regulated markets for the trading of SBS. **A member of an SBSEF or SBS exchange with a sufficiently large voting interest could exercise undue influence over the rules and policies applicable to members, the venue’s access criteria, decisions regarding access, and disciplinary matters, among other things.** In particular, members who are SBS dealers and conduct a significant amount of business in the bilateral OTC market have incentives to restrict the scope of SBS that an SBSEF or SBS exchange makes eligible for trading. Trading in a market with robust order competition and pre-trade transparency reduces search costs for end users and liquidity seekers and reduces the information and bargaining asymmetry of end users and liquidity seekers relative to SBS dealers. An SBS dealer with a large voting interest in an SBSEF or SBS exchange, if it perceived that trading on the regulated venue was diminishing the rents obtained from its bilateral OTC business, might seek to utilize its voting influence in a number of ways to degrade the capability of the regulated venue, thus making the OTC market by comparison a more attractive option. **Capping a member’s voting interest at 20% strikes a reasonable balance between these competing interests, absent additional measures to ensure that a member or members with large voting power could tilt the playing field in their favor. And the Commission does not agree with the comment that a more general focus on board governance, conflicts of interest, and antitrust considerations, or on simply ensuring compliance with the SBSEF Core Principles, is sufficient to address this concern** because, based on its long experience in regulating the markets on which the instruments underlying SBS trade, the ownership and voting structure of a regulated entity can give rise to conflicts of interest between the organization’s business interests and its regulatory obligations” (SEC Regulation SE, Rule 834 (a), (b) e (c), SBSEF e SBS Exchanges – destacou-se).

⁵⁸ “O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

⁵⁹ “É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

83. Nesse sentido, a sugestão da CVM de que o estatuto social da entidade administradora preveja regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante (art. 45, parágrafo único, inciso IV) também é insuficiente para tais fins, na medida em que não especifica as matérias que deveriam ser aí abrangidas.

84. À semelhança das considerações que fiz acima, entendo que, ao deixar aos próprios participantes do mercado a prerrogativa de definir as hipóteses em que o direito de voto não poderá ser exercido, gera-se um aumento desnecessário no custo de supervisão da Autarquia, que, no momento em que for avaliar o pedido de autorização para aquisição de participação relevante por um participante, deverá examinar, em abstrato, a suficiência das regras propostas.

V. CONCLUSÃO

85. Ante o exposto, concluo que:

- (i) a limitação de participação de participantes na entidade administradora ora constante no art. 45 da Resolução CVM nº 135/2022 advém de uma preocupação antiga do regulador de evitar o desvirtuamento da função pública exercida por entidades administradoras em favor de interesses privados, que foi bastante debatida em um contexto de desmutualização das bolsas de valores brasileiras;
- (ii) caso o regulador decida flexibilizar essa regra, conforme sugerido no Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023, substituindo a vedação absoluta aplicável a participantes do mercado por um regime de prévia aprovação pela CVM, é essencial que sejam adotados mecanismos concretos para mitigar os conflitos de interesse que devem se agravar a partir dessa flexibilização;
- (iii) embora a CVM já tenha proposto medidas nesse sentido, suas sugestões são insuficientes para fazer frente os conflitos de interesses inerentes à

detenção de participação maior do que 15% do capital votante da entidade administradora por um participante do mercado, na medida em que são muito abstratas e não são suficientes para lidar com conflitos que podem ocorrer no dia a dia das operações realizadas no mercado sob sua responsabilidade; e

- (iv) diante desse contexto, são adequadas e pertinentes as propostas que a B3 pretende apresentar à CVM para aprimoramento da Resolução nº 135/2022, pois permitem lidar com diversas instâncias em que os de conflitos de interesses derivados da existência de um acionista relevante que seja participante do mercado no capital social da entidade administradora podem se manifestar, incentivando (a) o tratamento equitativo de participantes, (b) regras de independência e conduta voltadas ao conselho de administração e a diversos cargos-chave da entidade administradora, (c) limitações de voto em assembleia geral e no conselho de administração, e (d) maior supervisão do acionista relevante, e proporcionando a redução dos custos de supervisão incorridos pela CVM.

Atenciosamente,



Otávio Yazbek

NOTA TÉCNICA JURÍDICA SOBRE DETERMINADOS ASPECTOS DA CONSULTA PÚBLICA SDM N.º 6/2023

1. A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), em atenção à Consulta Pública Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) n.º 6/2023 (“Consulta Pública”), desta Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), em andamento, que trata da participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e aprimoramentos à Resolução CVM n.º 135, de 10 de junho de 2022 (“Resolução CVM n.º 135/2022” ou apenas “Resolução”), nos solicitou a emissão de nota técnica jurídica acerca da adequação e suficiência de determinadas alterações propostas por meio da Consulta Pública.

2. Em particular, a presente nota técnica analisará alguns aspectos da Resolução proposta, com o objetivo de, respeitosamente, propor a revisão de três aspectos em particular:

- a. não é necessário proibir que participantes do mercado integrem o Conselho de Administração da entidade administradora de mercado organizado para prevenir conflitos de interesse entre tais participantes e a entidade administradora. Tal proibição presume a existência de conflitos de interesse entre o conselheiro vinculado a participante, e desconsidera a *expertise* que tais participantes podem trazer ao Conselho. Há outras medidas mais adequadas ao objetivo que se pretende. Nesse contexto, não haveria necessidade de seguir com alteração proposta ao inc. II do art. 28 da Resolução CVM n.º 135/2022;
- b. é conveniente estabelecer uma limitação objetiva ao exercício dos direitos de voto nas entidades administradoras de mercado organizado, com o objetivo de evitar o risco de captura de agentes do mercado; e
- c. é importante prever que a CVM autorizará previamente o aumento de participação societária por meio de aquisição *a qualquer título* de ações, revendo-se a redação proposta para o art. 44 da minuta de Resolução.

3. A fim de justificar as propostas acima, passaremos a analisar cada uma dessas sugestões de ajuste da Resolução, as quais entendemos serem pertinentes para atingir a mesma finalidade de viabilizar a capitalização das entidades administradoras de mercado organizado, evitando, no entanto, os riscos de conflito de interesse e de captura, garantindo-se que uma pluralidade de interesses esteja representada nas deliberações sociais.

I. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES: A CONSULTA PÚBLICA E AS ALTERAÇÕES PROPOSTAS À RESOLUÇÃO CVM Nº 135/2022

4. Por meio da Consulta Pública, aberta nos termos do art. 8º, § 3º, I, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM solicitou a manifestação de possíveis interessados acerca de minuta de resolução que propõe alterações à Resolução CVM n.º 135/2022, com o objetivo de flexibilizar as restrições aplicáveis à aquisição de participação no capital social de entidades administradoras de mercado organizado. Nesse contexto, a CVM analisa quais regras poderiam ser flexibilizadas e quais deveriam ser criadas com o objetivo de atingir a finalidade visada.

5. A redação atual da Resolução prevê, em seu art. 44, que aquisições, diretas ou indiretas, de participação igual ou superior a 15% por um único investidor (ou um grupo de investidores agindo em conjunto, ou representando o mesmo interesse) no capital votante de uma entidade administradora de estrutura de mercado organizado exigem aprovação prévia pela CVM.

6. Já a redação atual do art. 45 proíbe participantes dos mercados organizados (seja individualmente ou por grupo representado o mesmo interesse, bem como por controladores ou controladas de participantes do mercado) de deter, direta ou indiretamente, participação igual ou superior a 10% do capital votante de entidades administradoras de mercado organizado.¹

7. A CVM entende, em síntese, que as atuais restrições do art. 45 da Resolução estão em descompasso com a prática regulatória em outras jurisdições, que adotam mecanismos de aprovação para aumento de participação societária acima de determinados patamares, e que a eliminação de tal restrição poderia aumentar as alternativas de capitalização de possíveis novas entidades administradoras, reduzindo as barreiras à entrada nesse segmento.

8. Dessa forma, a CVM propõe alterações aos arts. 44 e 45 da Resolução para prever a necessidade de autorização prévia da CVM em caso de aquisições, diretas ou indiretas, de participação igual ou superior a 15% do capital votante de entidades

¹ Tais restrições dos arts. 44 e 45 não se aplicam às entidades administradoras de mercado de balcão organizado, nos termos do art. 152 e ss. da Resolução, desde que observados determinados requisitos destinados a tratar possíveis conflitos de interesse e garantir a segregação de atividades e do poder de polícia da CVM sobre acionistas, administradores e participantes. O art. 154 da Resolução, particularmente, estabelece que a CVM pode fixar limites ao exercício do direito de voto em entidades administradoras de mercados de balcão organizado, bem como estabelecer requisitos de independência a seus administradores, a depender de fatores como a exiguidade de sua estrutura e o número e perfil de participantes. Na Consulta Pública, a CVM observa a existência de uma assimetria regulatória entre as disposições aplicáveis à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e de balcão organizado.

administradoras de mercado organizado, bem como autorização adicional caso o adquirente se torne o acionista controlador da entidade.

9. Esta passaria a ser a regra geral para todas as aquisições, independentemente de o adquirente ser participante ou não do mercado, suprimindo-se assim a atual restrição do art. 45. Dessa forma, as preocupações com as aquisições por participantes do mercado passariam a ser endereçadas (i) no contexto da análise da autorização prévia; e (ii) pelas limitações para conselheiros indicados por participantes do mercado.

10. Dentre os fatores a serem considerados pela CVM na autorização prévia para as aquisições por participantes do mercado, a CVM deverá avaliar as medidas destinadas a reforçar a governança da entidade administradora, de modo que esta esteja apta a conviver com participantes titulares de 15% ou mais do capital social ou dos direitos de voto. Assim, será exigido da entidade administradora que implemente procedimentos, regras e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses entre a atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, bem como de mecanismos de segregação das atividades, sendo vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora e ao participante. Além disso, o estatuto da entidade administradora deve contemplar regras a respeito da limitação ao exercício de direito de voto do participante-acionista em deliberações relacionadas a si ou a outros participantes.

11. Adicionalmente, a CVM propõe adotar, como medida adicional de prevenção ao conflito de interesses, uma nova redação ao inciso II do art. 28 da Resolução, que passa a proibir que membros do Conselho de Administração da entidade administradora tenham vínculo com participantes do mercado (ou com grupos ou conglomerados a que pertençam participantes).²

II. CONSIDERAÇÕES SOBRE A ATUAÇÃO DE CONSELHEIROS VINCULADOS A PARTICIPANTES

12. A CVM introduz a sugestão de proibir que membros do Conselho de Administração da entidade administradora tenham vínculo com participantes do mercado (ou com grupos ou conglomerados a que pertençam participantes do mercado), como uma medida de prudência para evitar eventual conflito de interesses.³

² “II – participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não podem manter vínculo com membro do conselho de administração.”

³ A CVM cita alguns exemplos de potenciais conflitos de interesses no texto da Consulta Pública, como situações em que o acionista “*delibera de forma contrária a propostas que, mesmo benéficas ao mercado, não se*

13. Pelas razões abaixo mencionadas, respeitosamente entendemos que mencionado ajuste não seria necessário, e pode ainda prejudicar o nível técnico das deliberações do conselho.

14. Em primeiro lugar, é importante destacar que a lei societária brasileira e a Resolução em vigor já preveem mecanismos razoáveis voltados a prevenir que indivíduos com interesses conflitantes aos da sociedade atuem como seus conselheiros.

15. A lei estabelece que não pode ser eleito conselheiro, salvo dispensa da assembleia geral, aquele que tiver interesse conflitante com a sociedade (art. 147, parágrafo 3º da Lei 6.404/76).

16. O atual art. 28 da Resolução, por sua vez, estabelece que o estatuto social da entidade administradora de mercado organizado deve prever as seguintes regras: (i) a maioria de seus integrantes deve ser de conselheiros independentes; e (ii) o mesmo participante ou entidade, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não pode manter vínculo com mais de um membro do conselho de administração.

17. Ao prever uma vedação absoluta à participação no conselho de administração de membros que sejam vinculados a participantes de mercado organizado, a redação proposta à Resolução passa a adotar uma presunção de que conselheiros vinculados a participantes possuem interesses conflitantes com os da entidade administradora.

18. No entanto, no caso das entidades administradoras de mercado organizado, os conselheiros vinculados a participantes do mercado são capazes de contribuir de forma significativa com os debates dos conselhos de tais entidades, diante do conhecimento e *expertise* desses integrantes acerca dos mercados organizados, como a própria CVM reconhece⁴.

19. A alteração tem o potencial de restringir a participação de indivíduos qualificados no conselho de administração das entidades administradoras, podendo levar a resultados opostos aos inicialmente almejados, como maior dificuldade de constituição e administração de entidades administradoras.

20. Atualmente, há membros de conselho de entidades administradoras vinculados a participantes, inclusive no mercado organizado, sem que isso tenha

alinham aos seus próprios interesses; viabiliza a concessão de privilégios a acionistas específicos ou clientes selecionados, tais como menor latência no acesso a dados; acessa informações comercialmente sensíveis de outros participantes do mercado organizado; e obtém informações, em primeira mão, sobre ofertas apregoadas no livro de negociação"³. São listadas ainda possíveis preocupações com acesso a dados de base de clientes de concorrentes, e com "favorecimento comercial dos participantes-acionistas em detrimento dos demais participantes".

⁴ Consulta Pública, p. 9.

levantado preocupações concretas para a CVM. Isso demonstra que, de fato, a vedação absoluta à participação de conselheiros vinculados a participantes não parece justificável e mostra-se desnecessária.

21. Portanto, entendemos que a mudança proposta ao inc. II do art. 28 da Resolução CVM n.º 135/2022 é desproporcional e desnecessária aos benefícios que se procura atingir, já havendo disposições na legislação societária e na Resolução CVM n.º 135/2022, incluindo o inciso II do art. 28 da Resolução CVM n.º 135/2022 em vigor, a disciplinar eventual voto em conflito de interesses por parte de conselheiro.

III. CONSIDERAÇÕES SOBRE A LIMITAÇÃO AO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO NAS ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE ESTRUTURAS DE MERCADO

22. Independentemente das alterações propostas aos arts. 44 e 45 da atual Resolução, que disciplinam os limiares de participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados por participantes e/ou não participantes do mercado, parece-nos importante reforçar a importância de que a nova Resolução exija uma limitação objetiva e geral do exercício dos direitos de voto nos estatutos sociais das entidades administradoras nas quais participantes do mercado sejam titulares de participação relevante, para garantir a representação da pluralidade de interesses nas deliberações sociais, balanceando a pretendida viabilização da capitalização de novos agentes com eventuais riscos de captura.

23. De acordo com a proposta de alteração da Resolução 135, a autorização da CVM para aquisição de participação igual ou superior a 15% no capital votante por participante do mercado deve estar condicionada, no mínimo, à implementação, pela entidade administradora, de *“regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, devendo tal limitação ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora de mercado organizado”*.

24. Entendemos, por outro lado, que a limitação dos direitos de voto deveria ser objetiva e geral, sendo mais adequado estabelecer uma limitação de voto vinculada a um percentual máximo do capital votante da entidade administradora (por exemplo, 10% do capital votante da entidade), aplicável em todas as deliberações sociais, em vez de ser uma limitação restrita a *“deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante”*.

25. A compatibilidade da proposta feita com o texto da lei mereceria, respeitosamente, revisão, já que a restrição ao direito de voto por força de um conflito de interesses potencial (o que parece ser o objetivo da expressão *“deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante”*) não comporta o temperamento pretendido, de sorte a fazer com que os conflitos só sejam relevantes a partir de uma

certa participação acionária. Prevê a lei societária, no § 1º do art. 110, a limitação irrestrita ao direito de voto, podendo em tese admitir-se que essa restrição possa ter o seu espectro condicionado, mas não em função do interesse do participante, o que a colocaria no âmbito da restrição do caput do art. 115 da mesma lei.

26. Em nossa visão, é recomendável que as entidades administradoras adotem uma estrutura de governança que garanta a representatividade de uma pluralidade de interesses em suas deliberações sociais. Efetivamente, a gestão de uma entidade administradora de mercados organizados precisa lidar com interesses contrapostos não apenas entre participantes e as próprias entidades administradoras, ou entre participantes e o mercado em geral, mas também com conflitos entre os próprios participantes, decorrentes de suas diferentes estratégias e modelos de negócios.

27. Assim, por meio de uma representação plural desses possíveis diferentes interesses, as decisões da entidade administradora passam a ser informadas pelas diferentes visões existentes sobre um dado problema, podendo ponderá-los adequadamente antes de chegar à decisão mais adequada em benefício do mercado.

28. A pluralidade também se apresenta como mecanismo apto a evitar a captura das deliberações sociais em benefício dos interesses individuais de um ou mais grupos de interesse que eventualmente detenham maior participação no capital social da entidade administradora, já que a presença de diferentes *stakeholders* com representação nas votações permite a grupos com menor representatividade no capital social equilibrar os interesses dos controladores, evitando o risco de captura.

29. Como exemplo, visando a promover a pluralidade em suas deliberações sociais, atualmente o estatuto social da B3 prevê, em seu art. 7º, que nenhum acionista ou grupo de acionistas poderá exercer votos em suas assembleias gerais em número superior a 7% do número de ações em que se dividir o seu capital social⁵.

30. Destaque-se que a limitação ao exercício dos direitos de voto em assembleia é uma prática de governança expressamente admitida pela lei societária⁶ e adotada não apenas em entidades administradoras de mercado organizado, mas também por companhias de outros setores. Alguns exemplos são (i) a Embraer S.A., cujo estatuto social estabelece um limite de 5%⁷; (ii) a Prio S.A., cujo estatuto social prevê um limite de

⁵ Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/governanca-corporativa-visao-geral/estatutos-codigos-e-politicas/>. Acesso em 28 de março de 2024.

⁶ O art. 110, caput e §1º, da Lei 6.404/76 e dispõe que cada ação ordinária corresponde a 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral, e que o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

⁷ Art. 14 do Estatuto Social. Disponível em: <https://ri.embraer.com.br/governanca/estatuto-social/>. Acesso em 11 de abril de 2024.

15%⁸;(iii) a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras, cujo estatuto social prevê um limite de 10%⁹; e a Companhia de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira, cujo estatuto social prevê um limite de 5%¹⁰.

31. Assim, ainda que a CVM opte por permitir a participação econômica de participantes do mercado nas entidades administradoras em limiares superiores àqueles autorizados pelos arts. 44 e 45 da atual Resolução 135, limitar o direito de voto de uma forma geral e objetiva – vinculada a um percentual máximo do capital votante da entidade administradora –, mostra-se também importante medida de cautela para impedir a captura das deliberações das assembleias gerais por um único conjunto de interesse. Tal medida seria capaz de balancear a possibilidade de capitalização com os riscos de captura, buscando garantir que uma pluralidade de interesses esteja representada nas deliberações sociais.

32. Diante desse contexto, e à luz das preocupações manifestadas pela CVM na Consulta Pública com a necessidade de aumentar as alternativas de capitalização de novas entidades administradoras de mercado organizado, ao mesmo tempo que se equilibram possíveis riscos de conflito de interesses (*i.e.*, possibilidade de captura das deliberações sociais em benefício de interesse privado, particularmente de um ou mais participantes), parece-nos recomendável considerar a adoção de limitação ao exercício dos direitos de voto nos estatutos sociais das entidades administradoras.

IV. MODALIDADES DE AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

33. A redação proposta ao novo art. 44, ao exigir aprovação prévia da CVM para as hipóteses de “aquisição” de participação que exceda 15% do capital votante da administração, pode suscitar dúvidas quanto às formas de aquisição que estarão sujeitas à obtenção de autorização prévia. A nosso ver, seria recomendável, para evitar possíveis conflitos de interpretação, a inclusão do texto “aquisição, *a qualquer título*”, para que não haja dúvida interpretativa acerca da abrangência da redação proposta sobre outras hipóteses de aumento ativo de participação no capital social, como reorganizações societárias. Ao mesmo tempo, ao manter a referência ao termo *aquisição*, a redação também deixa claro que aumentos de participação passivos (por exemplo, resultantes de

⁸ Art. 6, caput, do Estatuto Social. Disponível em <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/cecb3d3e-6bd6-4edd-b9b3-3cacde780cac/09ab28ae-0a51-f48d-efcd-2891b49da68e?origin=1>. Acesso em 11 de abril de 2024.

⁹ Art. 6º, caput, do Estatuto Social. Disponível em <https://eletrobras.com/pt/GestaoeGovernancaCorporativa/Estatuto%20social.pdf>. Acesso em 11 de abril de 2024.

¹⁰ Art. 7º, parágrafo 1º, do Estatuto Social. Disponível em <https://cedro.com.br/wp-content/uploads/2023/03/Estatuto-Social-Cedro-2021-Junho.pdf>. Acesso em 12 de abril de 2024.

operações de recompra ou resgate pela companhia) não dependem de autorização prévia, considerando que nesses casos o aumento de participação seria involuntário.¹¹

Sendo essas as nossas considerações sobre as questões que nos foram submetidas, permanecemos à disposição para os esclarecimentos necessários.

São Paulo, 15 de abril de 2024.



Paulo Cezar Aragão



Barbara Rosenberg



Felipe Paschoalini



Marcos Exposto



Julia Krein

¹¹ Esse é o racional adotado pelo art. 90 da Resolução CVM 175/2022, que prevê que o gestor do fundo de investimento não está sujeito às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos alheios à sua vontade.

NOTA TÉCNICA

CONSULTA SDM 06/2023 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESTRIÇÃO À AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DE ENTIDADES ADMINISTRADORAS. PONDERAÇÃO ENTRE OS RISCOS DA FLEXIBILIZAÇÃO E O ESTÍMULO À CONCORRÊNCIA.

Nota Técnica elaborada a pedido de
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Abril de 2024

Sumário

I. Introdução	3
II. Restrição à aquisição de participação no capital social: origem e propósito	5
III. Riscos da flexibilização para o mercado	8
IV. Medidas mitigadoras propostas: alcance e eficácia	10
V. Justificativas para a flexibilização	13
V.1. Barreiras à concorrência	13
V.2. Óbice à influência positiva	16
V.3. A pertinência da assimetria regulatória entre os mercados de bolsa e balcão	17
VI. Ponderação dos interesses em jogo	19

I. Introdução

1. Fomos solicitados pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) a apresentar nossas considerações a respeito da possível flexibilização das restrições à aquisição de participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados, proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no âmbito da Consulta Pública SDM nº 06/23.

2. O tema é disciplinado pela Resolução CVM nº 135/2022 (“RCVM 135”), que estabelece limitações de duas naturezas.

3. A primeira condiciona à autorização prévia da CVM a aquisição por *qualquer* acionista de participação superior a 15% do capital social da entidade administradora¹. A segunda, mais restritiva, veda, sem possibilidade de afastamento, que o acionista *participante*² dos mercados sob responsabilidade da entidade administradora seja titular de mais de 10% do seu capital social³.

4. Por meio da Consulta Pública antes referida, a CVM propõe a flexibilização desse segundo limite, aplicável exclusivamente a acionistas participantes, sugerindo as seguintes alterações:

- (a) substituição da vedação absoluta pela sistemática de definição de patamar de participação societária a partir do qual passa a ser obrigatória a aprovação prévia do regulador, similar à dinâmica prevista atualmente aos não-participantes;
- (b) adoção de patamar único de 15%, aplicável a participantes e não-participantes que pretendam adquirir participação no capital social de entidade administradora; e
- (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.

5. Caso aprovadas tais alterações, os participantes de mercados organizados sob responsabilidade de entidade administradora estarão autorizados a adquirir participação societária em referida entidade superior a 15% do capital social, desde que cumpridos

¹ Art. 44, RCVM 135.

² São participantes para os fins da RCVM 135 todas as entidades autorizadas a operar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações dos mercados organizados (art. 2º, IX).

³ Art. 45, RCVM 135. A medida se estende aos controladores diretos e indiretos do acionista participante, bem como às suas controladas, coligadas e pessoas submetidas a controle comum direto ou indireto (art. 45, II, RCVM 135).

determinados requisitos, de modo que, no limite, poderão tornar-se acionistas controladores ou, ainda, acionistas exclusivos da entidade em questão.

6. A consulta pública foi submetida pela CVM menos de dois anos após a edição da RCVM 135, que dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e, portanto, consiste em uma das normas mais relevantes e complexas editadas pela autarquia. Justamente por isso, o processo de discussão que precedeu a edição da norma foi extenso e contemplou reflexões aprofundadas sobre uma série de questões fundamentais para o bom funcionamento do mercado.

7. Diversas escolhas regulatórias refletidas na RCVM 135 foram feitas sobre assuntos nos quais a evidência empírica é reduzida, e onde as soluções adotadas em mercados de diversos portes são bastante variadas, inexistindo sequer tendência de alinhamento. Essa limitação de dados comparativos convincentes, aliada ao aspecto sistêmico da regulação de entidades administradoras de mercado, justifica especial prudência em cada ação tendente a revisão regulatória que possa modificar o regramento existente.

8. Essa preocupação se percebe no tratamento dado pela CVM ao longo do processo da referida consulta pública, em que o objetivo de manter o equilíbrio entre incentivo à concorrência e preservação da transparência e da hígidez é facilmente perceptível. Ao mesmo tempo, há que se notar que o tema da consulta pública, que sequer constou da discussão que precedeu a edição da RCVM 135⁴, tornou-se candidato a significativa alteração de seu tratamento regulatório em pouco tempo.

9. A reflexão proposta pela CVM envolve a ponderação entre objetivos regulatórios – concorrência, transparência, hígidez – a respeito de um tema que recebe tratamentos variados nos mercados em diferentes estágios de desenvolvimento. Ou seja, além de não haver solução consagrada, sequer há alinhamento entre os mercados quanto ao objetivo regulatório que deve

⁴ Conforme consignado no relatório da audiência pública que resultou na edição da RCVM 135, o tema seria “objeto de estudos específicos” (cf. Relatório de Audiência Pública SDM nº 9/19, p. 57).

receber maior peso. A corroborar esse entendimento, a IOSCO já incluiu entre as prioridades regulatórias a serem tratadas por seu Conselho a fragmentação de mercado⁵⁻⁶.

10. Essa observação se faz importante no contexto da discussão objeto desta Nota Técnica, dado que, em boa parte das manifestações recentes de agentes de mercado interessados no tema, pode-se perceber uma prevalência do enfoque no incentivo à concorrência, o que, se refletido na regulação, poderá dar causa a fatores de risco de difícil mitigação.

11. Aliás, o reconhecimento desse elemento de risco na alteração proposta conduz a que, conforme será explorado adiante, essa Autarquia reconsidere a opção pela dispensa de Análise de Impacto Regulatório, que, em movimentos regulatórios semelhantes ao ora cogitado, pode oferecer embasamento de grande utilidade.

II. Restrição à aquisição de participação no capital social: origem e propósito

12. A imposição de limites à participação no capital social de determinada entidade não é usual na regulação da CVM. Pelo contrário, e mesmo antes da edição da Lei da Liberdade Econômica, que positivou a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre as atividades econômicas⁷, como regra, a CVM já intervinha com parcimônia sobre a constituição e a organização dos agentes regulados, estabelecendo limitações apenas na medida que julga necessária para melhor atender aos múltiplos objetivos envolvidos em seu mandato legal.

13. Um bom exemplo dessa abordagem refere-se, justamente, às regras que disciplinam a estrutura, organização e o funcionamento das entidades administradoras de mercados

⁵ IOSCO Board Priorities – Work Program 2021-2022, disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD673.pdf>. Acesso em 12.04.2024.

⁶ Essa fragmentação ocorre quando o mesmo valor mobiliário pode ser negociado em diversos ambientes regulados. Com isso, inexistente interação entre as informações sobre cotações dos valores mobiliários negociados, as ordens de compra e venda existentes nos diversos ambientes de negociação. A esse respeito, ao apontar os aspectos negativos de tal fragmentação, o estudo do Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), divulgado em 2019, indica as seguintes vantagens, sob a perspectiva do bom funcionamento dos mercados, de um ambiente no qual inexistente referida fragmentação: “Whether the presence of multiple trading systems has potentially adverse consequences for financial stability is unclear. Concentrated securities markets can provide great depth, high certainty of order execution and optimal price transparency. Concentrated markets may thus have benefits for financial stability. For example, in times of financial turmoil, such markets may be able to clear markets more easily and allow for a reallocation of ownership that reduces the risk of fire sales” (BIS, *Fragmentation in Global Financial Markets: good or bad for financial stability?* 2019, p. 11 – grifou-se. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work815.pdf>. Acesso em 12.04.2024).

⁷ Art. 2º, III, Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.

organizados. Houve nesse campo uma clara opção em favor da liberdade organizacional desses agentes.

14. Assim, embora a RCVM 135 exija que sejam constituídas como sociedades anônimas⁸, admite que os demais requisitos impostos sejam cumpridos, total ou parcialmente, por meio de pessoas jurídicas diversas (entidades controladas, controladores, ou terceiros)⁹; ou que sejam substituídos por mecanismos alternativos ou dispensados quando não compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado¹⁰.

15. Nada obstante, no caso particular da participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados, a CVM optou pela inclusão de limites.

16. Adotada desde a primeira vez em que o tema foi regulado¹¹, tal opção tem origem no processo de desmutualização das bolsas, pelo qual tais entidades deixaram de ser constituídas sob a forma de associações civis, cujos membros eram os próprios intermediários, tornando-se sociedades empresárias, com múltiplos acionistas. Conforme exposto pela CVM no edital da audiência pública que deu origem à ICVM 461:

Em uma entidade mutualizada, os membros da entidade mantêm ao menos algum interesse comum na preservação do mercado, embora isso seja freqüentemente contraposto a um interesse — também comum — em reduzir a efetividade da atividade auto-reguladora sobre seus membros. Ademais, eles próprios estão sujeitos, na maioria das vezes, à supervisão do órgão regulador. Com a desmutualização, abre-se a possibilidade de que o controle da entidade seja transferido, ou sofra influência, de acionistas sem qualquer vínculo com o mercado regulado capaz de com ele alinhar seus interesses estratégicos, ou mesmo com interesses claramente conflitantes, e, ademais, não submetidos à supervisão estatal.¹² (grifou-se).

17. Também no contexto da desmutualização, a ex-comissária da *U.S. Securities and Exchange Commission* – SEC e acadêmica Roberta Karmel, em importante estudo sobre o assunto¹³, considerou a fragmentação de mercado como a questão mais importante entre as muitas questões complexas debatidas à época em que, nos EUA, o maior e mais desenvolvido mercado

⁸ Art. 9º, RCVM 135.

⁹ Art. 9º, §1º, RCVM 135.

¹⁰ Art. 9º, §4º, RCVM 135.

¹¹ Por meio da Instrução CVM nº 461, editada em 23 de outubro de 2007 (“ICVM 461”).

¹² Cf. Edital da Audiência Pública nº 06/2007, p. 16, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-edital.pdf. Acesso em 12.04.2024.

¹³ KARMELO, *Turning Seats into Shares: Cause and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchange*, 53 *Hastings Law Journal* 367 (2001-2002).

de valores mobiliários, a desmutualização de NASDAQ (Nasdaq Stock Market, Inc.), NYSE (New York Stock Exchange), CME (Chicago Mercantile Exchange) e CBOT (Chicago Board of Trade Inc) havia sido concluída ou encontrava-se em curso.

18. Com efeito, o tema da fragmentação de mercado remete à necessidade de equilíbrio entre vários vetores importantes: por exemplo, a concorrência entre ambientes de negociação e a formação centralizada de preços de negociação de valores mobiliários; ou a liquidez e a transparência. Essas são questões absolutamente fundamentais, que precisam ser adequadamente equacionadas em nome do bom funcionamento do mercado, e por isso mesmo nos Estados Unidos houve enorme debate, fomentado pelo regulador local, a SEC¹⁴.

19. No que concerne à limitação aplicável aos participantes do mercado, a CVM esclareceu, à época do lançamento da audiência pública que precedeu a edição da ICVM 461, que a regra mais restritiva para essa hipótese se justificava em vista da contraposição – potencialmente irremediável – entre os interesses dos participantes acionistas e o interesse público no funcionamento ordenado e eficiente dos mercados organizados¹⁵.

20. E isso porque, nesse cenário, há a preocupação de que o participante possa se valer de sua participação societária para manejar a entidade administradora a seu serviço, erguendo barreiras à concorrência com outros intermediários e prejudicando, nessa medida, os interesses dos investidores e o interesse público no bom funcionamento do mercado¹⁶.

21. Ainda que em detrimento de benefícios que poderiam ser gerados para os investidores em razão de uma concorrência entre ambientes de negociação que supostamente passaria a ocorrer, portanto, vê-se que a solução concebida foi uma escolha deliberada do regulador após ponderar a pertinência e proporcionalidade dessa medida à luz dos interesses em jogo. Em outras palavras, a CVM optou por limitar a composição acionária das entidades administradoras em detrimento de outras possíveis, por considerar que seria medida capaz de mitigar riscos à higidez e integridade do mercado de valores mobiliários.

¹⁴ Conforme historiado por KARMEL, *op. cit.*, p. 392.

¹⁵ Cf. exposto pela CVM no Edital da Audiência Pública nº 06/2007, os conflitos de interesses nessa situação “podem ser mais danosos, e mais difíceis de disciplinar, do que os envolvendo as demais pessoas [não participantes]” (p. 16).

¹⁶ Cf. Edital da Audiência Pública nº 06/2007, p. 16, disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-edital.pdf. Acesso em 12.04.2024.

III. Riscos da flexibilização para o mercado

22. Os riscos que motivaram a adoção da abordagem mais restritiva têm uma matriz comum: relacionam-se à criação de circunstâncias que potencialmente permitem ao participante acionista relevante obter vantagens competitivas, dando margem a comportamentos oportunistas, em detrimento dos princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência, que são pressupostos ao funcionamento ordenado e eficiente dos mercados organizados.

23. De modo geral, esses riscos manifestam-se de duas principais formas.

24. A primeira refere-se à possibilidade de obtenção, pelo acionista participante, de informações comercialmente sensíveis de outros participantes (concorrentes em potencial) que acessem o correspondente mercado organizado.

25. E isso porque, no desempenho de suas funções, as entidades administradoras acabam tendo acesso a um amplo leque de informações privilegiadas daqueles que acessam o mercado sob sua responsabilidade. Como exemplos, pode-se citar a identidade dos investidores envolvidos nas operações realizadas em seus ambientes e sistemas de negociação¹⁷, o que, portanto, lhes permite conhecer a base de clientes de outros participantes; o histórico das operações realizadas, de forma completa e organizada¹⁸, possibilitando que avaliem a estratégia de negociação adotada por outros participantes; e, ainda, informações relativas à estrutura e ao funcionamento de outros participantes, exigidas por ocasião do pedido de acesso ao mercado organizado em questão¹⁹.

26. No cenário em que o participante é titular de parcela significativa do capital da entidade, podendo inclusive deter o controle acionário, as interações entre o acionista participante e a entidade tornam-se invariavelmente mais fluidas. Nessa situação, não é possível descartar que, mesmo na presença de mecanismos e controles internos voltados a evitar o compartilhamento de

¹⁷ A RCVM 135 exige que os comitentes finais das operações sejam identificados (art. 34, I e XI, “c” e art. 86, II), de modo que essa informação, por constar do depositário central e da câmara de compensação e liquidação, fica à disposição da entidade administradora.

¹⁸ De acordo com a RCVM 135, a entidade administradora deve manter o histórico das operações realizadas (art. 16, I). Entretanto, ainda que as informações sobre as operações também sejam divulgadas ao público simultaneamente à correspondente realização e registro (art. 39, IV), permanecem disponíveis por prazo limitado (art. 39, §2º, II).

¹⁹ A propósito, a RCVM 135 exige que a entidade administradora considere para a admissão de participantes “a estrutura organizacional e de controles internos do interessado, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome” (art. 83, *caput*). Por essa razão, informações relativas ao quadro de colaboradores e à estrutura administrativa de participantes – que são estrategicamente relevantes – serão de conhecimento da entidade administradora e, potencialmente, do participante acionista titular de posição relevante no seu capital social.

informações, o participante tenha acesso a esses dados. Aliás, não é raro que, em situações nas quais os conflitos de interesses são acentuados, não existam mecanismos de segregação hábeis a efetivamente bloquear o fluxo de informações²⁰.

27. A segunda forma pela qual esses riscos podem se materializar consiste na interferência sobre decisões de cunho operacional e estratégico no âmbito da entidade administradora, ligadas à criação, alteração e extinção de produtos e serviços. Há a possibilidade, assim, de que o acionista participante interfira nessas decisões para criar vantagens competitivas a ele próprio ou a participantes selecionados, por exemplo, instituindo menor latência para o acesso a dados ou, ainda, concedendo limites maiores de ofertas por minuto.

28. Mas não é só. Referidas decisões também abrangem aquelas relacionadas à formulação e aplicação das próprias regras de funcionamento do mercado organizado, entre as quais pode-se citar a definição: (i) das condições para admissão, permanência, suspensão e exclusão de participantes²¹; (ii) das operações permitidas e das estruturas de fiscalização dos negócios realizados ou submetidos a registro²²; e (iii) dos requisitos para listagem de emissor e admissão de valores mobiliários à negociação^{23,24}.

29. Mesmo que a aprovação dessas regras caiba formalmente ao conselho de administração²⁵, sabe-se que, não raro, sobretudo em entidades com estrutura de governança composta por múltiplas instâncias, sua efetiva formulação ocorre muito antes do assunto ser debatido no conselho, o que abre espaço para interferências indevidas. E, diante da relevância das regras para o acesso aos produtos e serviços ofertados no âmbito do mercado organizado, as consequências de tal interferência serão inquestionavelmente graves.

30. Basta pensar, por exemplo, na hipótese em que o participante acionista define requisitos de acesso e permanência no mercado que privilegiem determinado grupo de participantes,

²⁰ Vide, nesse sentido, a manifestação de voto apresentada pelo então Presidente da CVM Marcelo Trindade no Processo Administrativo Sancionador nº 18/01, Diretor Relator Eli Loria, j. em 04.11.2004.

²¹ Art. 15, §1º, I, “a” e “b”, RCVM 135.

²² Art. 15, §1º, II, RCVM 135.

²³ Art. 15, §1º, III, RCVM 135.

²⁴ Como destacado em artigo sobre o tema publicado no *The Wharton Financial Institutions Center: “Regulatory failures are inevitable any time self-regulatory obligations imposed on an exchange conflict with the commercial interests of the exchange’s owners”* (STEIL, Benn. *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*. The Wharton Financial Institutions Center, 2002, p. 2).

²⁵ Art. 27, I, RCVM 135.

dificultando o ingresso dos demais; ou, ainda, que influencie no julgamento relativo ao descumprimento de tais requisitos, aplicando decisões eivadas de parcialidade, com o objetivo de prejudicar determinado participante.

31. O que se constata, portanto, é que há amplo espaço para que o acionista participante possa exercer interferência sobre a entidade administradora, que inclusive tende a se manifestar fora das fronteiras de atuação do conselho de administração, podendo causar favorecimento e prejuízos indevidos aos participantes que acessam o mercado sob sua responsabilidade, irreconciliáveis com os princípios de igualdade de acesso e livre concorrência.

IV. Medidas mitigadoras propostas: alcance e eficácia

32. Ciente de que a flexibilização em questão pode ensejar a materialização dessas situações de conflitos, a CVM propôs determinadas salvaguardas como forma de prevenir tais ocorrências.

33. Em resumo, a possibilidade de determinado participante adquirir mais de 15% do capital social da administradora está condicionada, no mínimo, à implementação pela entidade administradora de:

- (i) “regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante”;²⁶
- (ii) “mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante”;²⁷
- (iii) “políticas destinadas a coibir o favorecimento do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado”;²⁸ e
- (iv) “regras que versem sobre a limitação do direito de voto em deliberações relacionadas aos demais participantes ou ao próprio participante, devendo tal limitação ser

²⁶ Cf. proposta para o art. 45, parágrafo único, I, RCMV 135.

²⁷ Cf. proposta para o art. 45, parágrafo único, II, RCMV 135.

²⁸ Cf. proposta para o art. 45, parágrafo único, III, RCMV 135.

estabelecida no estatuto social da entidade administradora de mercado organizado”²⁹.

34. Somada a esses requisitos, a proposta de alteração sugere, ainda, a extensão do dever de manter equilíbrio entre interesses próprios e o interesse público – atualmente aplicável apenas à própria entidade administradora – para os acionistas participantes³⁰; e a vedação de que qualquer pessoa com *vínculo* com os participantes acionistas integre o conselho de administração da entidade administradora³¹.

35. Quando se examina o conjunto das salvaguardas propostas, o primeiro aspecto que chama a atenção reside na ampla discricionariedade que a CVM conferiu aos regulados no que concerne à estruturação das regras, políticas, mecanismos e controles internos para identificar, prevenir e tratar eventuais situações de conflito de interesses que venham a se apresentar. Se de um lado essa abordagem é positiva, ao permitir que os agentes estabeleçam procedimentos compatíveis com suas particularidades, de outro pode trazer dificuldades significativas.

36. É importante considerar, nesse sentido, que a mudança seria um passo muito relevante e ainda inédito. Justamente porque vedada pela regra vigente, casos concretos envolvendo a situação de que se cogita não foram testados, seja pelos agentes de mercado, seja pelo regulador no exercício de sua atividade de supervisão. E aqui se observa que, em diversos mercados mais desenvolvidos que o brasileiro, após terem sido conduzidos processos de consulta pública, a opção regulatória foi, ao final, por manter vedações de participação mais relevante em nome da hígidez e da integridade do mercado. Mais adiante esse tema será novamente abordado em maior detalhe.

37. Nesse contexto, diante do ineditismo e da falta de maior entendimento sobre as salvaguardas propostas, a dinâmica que se sugere parece tendente a originar riscos de difícil mitigação, não apenas financeiros, mas reputacionais, na medida em que não é improvável que a própria CVM se veja, neste momento, sem parâmetros para determinar, previamente à colocação dos mecanismos e controles em prática, se são aptos para lidar com as situações de conflito em questão.

²⁹ Cf. proposta para o art. 45, parágrafo único, IV, RCVM 135.

³⁰ Cf. proposta para o art. 14, parágrafo único, RCVM 135.

³¹ Cf. proposta para o art. 28, II, RCVM 135.

38. De outro lado, mesmo para os agentes regulados, a abordagem sugerida pode trazer inconvenientes. Diante do cenário de insegurança sobre como dar cumprimento às regras, é natural que haja maior preocupação com a exposição a processos sancionadores que venham a ser instaurados pelo regulador, o que pode levar à adoção de medidas excessivamente conservadoras e que não são necessariamente as mais adequadas.

39. Além dessa crítica mais abrangente, há alguns aspectos adicionais a serem considerados quanto à salvaguarda proposta relativa à composição do conselho de administração das entidades.

40. Como visto, a CVM sugere que seja vedado que membros do conselho de administração da entidade administradora mantenham vínculo³² com os acionistas que sejam participantes do mercado sob sua responsabilidade.

41. Embora essa medida possa ser apta a mitigar ou eliminar riscos de interferência indevida sobre as decisões do conselho de administração, não é possível descartar outros mecanismos, além dessa interferência formal, pelos quais um acionista com participação relevante e, sobretudo de controle, poderá privilegiar seus interesses individuais em detrimento dos demais participantes.

42. É o caso, por exemplo, da nomeação de administradores (que não conselheiros), prepostos ou empregados em cargos na entidade administradora com quem o participante possua algum vínculo³³. A este respeito, deve-se observar que a proposta de alteração veda a existência de administradores, prepostos e empregados comuns, mas não daqueles que apresentem vínculo com o acionista participante.

43. Nesse contexto, é possível, por exemplo, que o sócio controlador do participante venha a desempenhar função gerencial relevante na entidade administradora. Neste caso, há o risco de que o acionista participante, por meio de tais agentes, exerça influência sobre a entidade mirando alcançar objetivos que lhe beneficiem individualmente.

³² Para fins da RCVM 135, considera-se “vínculo” (i) relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes que possa conduzir à perda de independência; (ii) participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital total ou do capital votante; (iii) ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau; ou (iv) participação remunerada em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo (art. 29, §1º, RCVM 135).

³³ A vedação a que pessoas com vínculo com o participante acionista integrem a entidade administradora alcança apenas os membros do conselho de administração.

44. Esse risco é particularmente relevante em organizações – tais como as entidades administradoras de mercado – que contam com estruturas administrativas complexas, com instâncias decisórias diversas e que não estão necessariamente vinculadas ao conselho de administração, de modo que empregados ou prepostos podem assumir papel relevante na definição de uma série de temas, com impacto direto sobre os participantes.

45. Ademais, sob a perspectiva da eficiência das atividades da entidade administradora, deve-se ter em vista que impedir que qualquer integrante do conselho de administração tenha vínculo com os participantes não é, necessariamente, uma medida conveniente. Essa ponderação decorre da circunstância de que é relevante que representantes dos participantes integrem o conselho de administração, em virtude do conhecimento e experiência com os quais podem contribuir para o desempenho das atividades da entidade administradora.

46. Justamente por conta da maior familiaridade com os temas que a posição de participantes lhes confere, esses executivos tendem a assumir papel relevante no desenho de soluções, produtos e serviços ao mercado. Logo, vedar que integrem o conselho de administração poderá dificultar o desempenho das funções da entidade, em prejuízo de todos aqueles que acessam o mercado sob sua responsabilidade.

47. As razões resumidamente expostas acima, assim, revelam que, além de alcance e eficácia limitados, algumas das medidas mitigadoras propostas podem gerar efeitos adversos ao desempenho das atribuições pelas entidades administradoras.

V. Justificativas para a flexibilização

V.1. Barreiras à concorrência

48. A principal justificativa da posição favorável à flexibilização proposta ampara-se no argumento de que a restrição vigente acaba por impor barreiras ao ingresso de interessados no desenvolvimento de entidade administradora concorrente, uma vez que restringe as alternativas de capitalização.

49. Deve-se reconhecer que a flexibilidade para estruturar a composição acionária de determinada companhia e, como consequência, a forma de financiá-la, é um fator importante para o êxito de sua constituição e desenvolvimento. A constatação de que este elemento impede ou prejudica o ingresso de novos agentes no setor ao ponto de justificar a flexibilização proposta,

contudo, parece precipitada e, em alguma medida, desprovida de um conjunto mínimo suficiente de subsídios capazes de demonstrar o efetivo impacto e a extensão de seus efeitos sobre o livre desenvolvimento dessa atividade.

50. Uma primeira observação com relação a esse ponto é a de que o argumento parte do princípio de que apenas participantes do mercado é que terão interesse em investir na constituição e no desenvolvimento de entidades administradoras de mercados organizados. Essa premissa, porém, carece de fundamentação.

51. Ainda que se possa sustentar que participantes – em virtude do interesse direto que possuem no desenvolvimento de mercados organizados – sejam os *principais* interessados, é igualmente natural que outros tipos de agentes (que não integram os mercados organizados) também se vejam estimulados a financiar tais projetos, por acreditarem no retorno do investimento.

52. Uma segunda observação é que, embora a liberdade para determinar a composição acionária seja um aspecto relevante, não é a única condição para o surgimento de ambiente propício à competição entre entidades administradoras de mercado.

53. Deve-se ter em vista, nesse sentido, que, neste setor, as barreiras de entrada são naturalmente mais expressivas, em razão dos requisitos impostos pela regulação àqueles que desejam responsabilizar-se pela administração de mercados organizados.

54. Para citar apenas as principais exigências, o pretendente deverá: (i) se submeter à regulação estatal, no mínimo registrando-se como administrador de mercado organizado³⁴; (ii) ter sua própria estrutura de autorregulação ou contratar quem preste o serviço³⁵; e (iii) ser capaz de instituir um arranjo para compensação e liquidação das operações³⁶, além de um mecanismo próprio para ressarcimento de prejuízos dos investidores que acessarem o respectivo mercado³⁷.

55. O cumprimento dessas condições depende da capacidade financeira da entidade, mas não só. Também está condicionado ao interesse e à disposição dos agentes para levar adiante projeto que requer tamanho comprometimento e responsabilidade. Os ônus inerentes à atividade

³⁴ Art. 9º, RCV 135.

³⁵ Arts. 48 e 49, RCV 135.

³⁶ Art. 16, RCV 135.

³⁷ Art. 124, RCV 135.

assumem, portanto, relevância suficiente para condicionarem a quantidade de potenciais interessados em atuar no desempenho de tais atividades.

56. Nessa direção, dados concretos referentes a outras jurisdições parecem confirmar ou ao menos lançar dúvida razoável sobre a relação de causalidade entre a restrição à participação no capital social aplicável aos participantes de mercados organizados e o prejuízo à livre concorrência nesse segmento.

57. Nesse sentido, há ao menos sete países que adotam abordagem regulatória similar à brasileira, ou seja, impõem vedação absoluta à aquisição de participação no capital social das entidades administradoras de mercado por *participantes*, diferenciando-se apenas em função dos percentuais de participação societária admitidos³⁸. Em todos esses mercados, sem exceção, há *mais de uma entidade administradora*, com destaque para a Índia, que conta com pelo menos cinco entidades³⁹, Austrália e Japão, com pelo menos quatro⁴⁰ e Argentina, com pelo menos três⁴¹,

³⁸ São os casos de Argentina, Chile, México, Estados Unidos, Austrália, Índia e Japão.

³⁹ São elas: Bombay Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/b/bombaystockexchange.asp>. Acesso em 12.04.2024); Indian Commodity Exchange, na qual são negociados derivativos atrelados a commodities (disponível em: <https://www.icexindia.com/>. Acesso em 12.04.2024); Multi Commodity Exchange, na qual são negociados derivativos atrelados a commodities (disponível em: <https://www.mcxindia.com/contact-us>. Acesso em 12.04.2024); National Commodity and Derivatives Exchange, na qual são negociados ativos e derivativos relacionados a commodities (disponível em: <https://www.ncdex.com/about/ncdex-overview>. Acesso em 12.04.2024); e National Stock Exchange of India, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://www.nseindia.com/>. Acesso em 12.04.2024).

⁴⁰ Na Austrália: Sydney Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.ssx.sydney/>. Acesso em 12.04.2024); Australian Securities Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://www.asx.com.au/>. Acesso em 12.04.2024); Cboe Australia, na qual são negociados ETFs - *Exchange Traded Funds* e QMFs - *Quoted Managed Funds* (disponível em: <https://www.cboe.com/au/equities/overview/>. Acesso em 12.04.2024) e National Stock Exchange of Australia, na qual são negociadas ações de companhias listadas, títulos de dívida e *units* (disponível em: <https://www.nsx.com.au/investing/security-types/>. Acesso em 12.04.2024).

No Japão: Tokyo Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.jpx.co.jp/english/>. Acesso em 12.04.2024); Nagoya Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.nse.or.jp/e/>. Acesso em 12.04.2024); Fukuoka Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.fse.or.jp/english/about/index.php>. Acesso em 12.04.2024); e Sapporo Securities Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://www.sse.or.jp/>. Acesso em 12.04.2024).

⁴¹ São elas: Bolsa de Comércio de Buenos Aires, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros títulos (disponível em: <https://bolsar.info/>. Acesso em 14.04.2024); Mercado Abierto Electrónico, na qual são negociados títulos de renda fixa, renda variável, moedas, taxas de juros, recompras e derivativos (disponível em: <https://www.mae.com.ar/nosotros/mae-como-institucion>. Acesso em 14.04.2024); e Bolsa de Comercio de Rosario, na qual são negociados produtos agropecuários e financeiros e outros títulos (disponível em: <https://www.bcr.com.ar/es/sobre-bcr/sobre-la-bolsa-de-comercio-de-rosario/historia>. Acesso em 14.04.2024).

além dos Estados Unidos, no qual existem pelo menos oito entidades administradoras de mercados organizados⁴².

58. Houvesse uma relação relevante de causa e efeito entre a restrição e as condições de concorrência no segmento, esses dados certamente refletiriam um quadro distinto e teriam sido apresentados no bojo da consulta pública.

59. Da mesma forma, não há evidências no mercado brasileiro de que tal limitação tenha resultado em barreiras à competição. A única entidade atualmente autorizada a administrar mercados organizados de bolsa possui em seu quadro acionário apenas um acionista com participação superior a 10% do capital social e outros dois com participação superior a 5%⁴³, não se tendo notícia de pedidos de aumento de participação que tenham sido submetidos por não-participantes à CVM. Por outro lado, houve pedidos de novas autorizações não concedidos por motivos outros, não relacionados à composição acionária, como a existência de lacunas na infraestrutura proposta, tendo a CVM inclusive confirmado recentemente o recebimento de pedido de autorização para um novo entrante neste mercado⁴⁴.

V.2. Óbice à influência positiva

60. Uma segunda linha de argumentação apresentada em defesa da flexibilização é a de que a restrição vigente impede que os participantes atuem como acionistas relevantes, ou mesmo controladores das entidades, o que seria prejudicial porque os impediria de contribuir para o desenvolvimento das entidades administradoras com o conhecimento e a experiência que possuem, não compartilhadas por outros investidores.

⁴² São elas: BOX Exchange, na qual são negociados derivativos (disponível em: <https://boxexchange.com/>. Acesso em 14.04.2024); Chicago Board Options Exchange, na qual são negociadas opções (disponível em: <https://www.cboe.com/us/options/overview/>. Acesso em 14.04.2024); Investors Exchange, na qual são negociadas ações de companhias abertas (disponível em: <https://www.iexexchange.io/>. Acesso em 14.04.2024); Long-Term Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas (disponível em: <https://ltse.com/>. Acesso em 14.04.2024); New York Stock Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://www.nyse.com/index>. Acesso em 14.04.2024); The Nasdaq Stock Market, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://www.nasdaq.com/>. Acesso em 14.04.2024); MIAX, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://www.miaxglobal.com/markets>. Acesso em 14.04.2024); e Members Exchange, na qual são negociadas ações de companhias listadas e outros valores mobiliários (disponível em: <https://memx.com/>. Acesso em 14.04.2024).

⁴³ Cf. <https://ri.b3.com.br/pt-br/governanca-corporativa-visao-geral/estrutura-acionaria/>. Acesso em 15.05.2024.

⁴⁴ Cf. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/03/01/americas-trading-group-entra-com-pedido-na-cvm-para-atuar-no-mercado-de-bolsa.ghtml>. Acesso em 12.04.2024.

61. Essa constatação, no entanto, tampouco parece aderente à realidade. A influência positiva que esses agentes, na qualidade de acionistas, podem exercer sobre as entidades administradoras de mercado pode ser realizada independentemente da titularidade de participação societária expressiva ou correspondente ao controle acionário⁴⁵.

62. Nessa linha, em um número razoável de cenários, sobretudo considerando estruturas de capital disperso (cada vez mais frequentes no mercado brasileiro), ainda que titulares de apenas 10% do capital social, esses agentes terão condições para influenciar a orientação da condução dos negócios sociais, contribuindo com sua *expertise*, seja por meio de deliberações assembleares, seja mediante a indicação de um representante para o Conselho de Administração, possibilidade admitida no regime corrente⁴⁶.

V.3. A pertinência da assimetria regulatória entre os mercados de bolsa e balcão

63. Por fim, um aspecto que tem sido utilizado em favor da flexibilização refere-se à pertinência de se manter a assimetria regulatória entre os mercados organizados de bolsa e de balcão, no que concerne à participação no capital social de entidade administradora. Para essa corrente, a flexibilização já aplicável ao mercado de balcão quanto a esse aspecto deveria ser estendida para o mercado de bolsa, eliminando-se referida assimetria.

64. A fragilidade desse argumento reside no fato de que há elementos que justificam e, mais do que isso, demandam o tratamento regulatório distinto para os mercados de bolsa e balcão organizado.

65. Não se está a negar que a distinção entre os mercados de bolsa e de balcão, ao longo dos anos, tem se tornado menos evidente, em particular pelo advento dos sistemas eletrônicos de

⁴⁵ Isso é reconhecido pelos próprios defensores da flexibilização, ao afirmarem que os participantes do mercado podem influenciar decisões comerciais ou de autorregulação mesmo sem possuir qualquer participação societária (cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 06/2023, p. 8).

⁴⁶ Como admitido pelo atual art. 28, II, da RCVM 135. A importância da participação no Conselho de Administração de pessoas que tenham vínculo com participantes do mercado, aliás, é expressamente reconhecida pelo Estatuto Social da B3 (a única referência sobre o tema disponível no mercado brasileiro), que exige que, no mínimo, dois conselheiros mantenham vínculo com participantes com efetiva representatividade e liderança nos mercados em que atuam (art. 22, §9º, do Estatuto Social da B3). Essa exigência visa, precisamente, assegurar que esses agentes sejam ouvidos e possam contribuir para os desígnios das atividades desempenhadas pela bolsa.

negociação⁴⁷. Essa mitigação recai sobre diferentes aspectos, incluindo os mecanismos de formação de preço, tradicionalmente apontados como o principal critério diferenciador entre esses mercados⁴⁸. A razão é simples: embora os mercados de balcão não tenham como uma de suas principais finalidades a criação de rigorosos mecanismos de precificação, pode-se constatar, nos sistemas eletrônicos de negociação, crescente preocupação com esse aspecto⁴⁹.

66. Apesar disso, há, ainda, elementos de grande relevância a sustentar a distinção entre ambos os mercados. Entre eles, pode-se mencionar: (i) a existência de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, disponível apenas aos investidores do mercado de bolsa⁵⁰; (ii) a possibilidade de acesso direto dos investidores aos mercados de balcão, sem a intervenção de intermediários⁵¹; (iii) a possibilidade, nos mercados de balcão, de mero registro de operações previamente realizadas⁵²; e (iv) a necessidade, nos mercados de bolsa, de liquidação das operações cursadas por meio de uma contraparte central⁵³.

67. Essas particularidades, que consubstanciam verdadeiros “descontos regulatórios”, guardam relação com o público investidor que, como regra, acessa o mercado de balcão organizado. Como a CVM já teve a oportunidade de conhecer, “tradicionalmente, as negociações em mercados de balcão organizado contam com a presença de participantes com um nível mais alto de informação e expertise financeira, a demandar, em um primeiro momento, menor intervenção regulatória, comparativamente aos mercados de bolsa”⁵⁴. Tanto é assim que o público investidor visado pelo mercado é expressamente elencado pela regra vigente como uma das características diferenciadoras do mercado de bolsa e balcão⁵⁵.

⁴⁷ Como explica Eduardo Salomão Neto: “A existência e regulamentação de um mercado assim [de balcão organizado] é favorecida nos dias que correm pelo desenvolvimento de sistemas de informática, que possibilitam a criação de um verdadeiro espaço virtual de negociações e contraposição de ofertas. Esse espaço virtual borra a distinção tradicional entre bolsa e mercado de balcão, tornando possível também no último os leilões de ofertas” (SALOMÃO NETO, Eduardo. “Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 109, São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1998, p. 102 – grifou-se).

⁴⁸ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 143.

⁴⁹ Inclusive conforme positivado no art. 94 da ICVM 461, cujo teor foi reproduzido na RCVM 135. A respeito do tema, cf. YAZBEK, Otavio. *op. cit.*, p. 135.

⁵⁰ Art. 155, RCVM 135.

⁵¹ Art. 4º, RCVM 135.

⁵² Art. 4º, I c/c art. 143, RCVM 135.

⁵³ Art. 142, III, p.u. c/c art. 116, p.u., RCVM 135.

⁵⁴ Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/07, pp. 11/12.

⁵⁵ Cf. art. 4º, V, RCVM 135. A mesma regra, vale observar, também existia na ICVM 461 (cf. art. 5º, VI).

68. É congruente com essa diferença, portanto, a assimetria existente entre tais mercados no que diz respeito à dispensa das limitações à aquisição de participação no capital social. Veja-se, a propósito, que quando a CVM incluiu o atual parágrafo único no art. 152 na RCVM 135, que traz a obrigação de adoção de determinadas salvaguardas pelas entidades administradoras de mercados de balcão organizado que desejam a dispensa da restrição, deixou claro o fundamento para dispensar tratamento regulatório distinto para os mercados de balcão e de bolsa:

A distinção entre o mercado de balcão organizado e o mercado de bolsa quanto aos tipos de produtos e serviços ofertados ao mercado justifica a criação de um conjunto diferenciado de normas para esse mercado (...) Não obstante, deve-se considerar que há potenciais conflitos na constituição de mercados organizados de balcão de cujas entidades administradoras sejam acionistas participantes desses mercados. Não por outro motivo, o atual art. 45 da norma estabelece limites a essa participação em entidades administradoras de mercado organizado de bolsa. Assim, para entidades administradoras de mercado organizado de balcão, foi introduzido o parágrafo único no atual art. 152 para determinar que essas entidades adotem procedimentos aptos a identificar, prevenir e tratar os conflitos de interesses, bem como mecanismos de segregação das atividades de intermediação e administração de mercado organizado. (grifou-se)⁵⁶

69. Implicitamente, a autarquia reconheceu que, em virtude das particularidades de cada mercado, enquanto os potenciais conflitos decorrentes da constituição de mercados organizados de balcão de cujas entidades administradoras sejam acionistas participantes desses mercados podem ser disciplinados, o mesmo não acontece quando se está diante de mercados de bolsa.

VI. Ponderação dos interesses em jogo

70. É sem dúvida desejável a existência de um ambiente com condições propícias à livre concorrência entre entidades administradoras de mercados organizados. Como se sabe, a competição ordenada é benéfica ao mercado, na medida em que promove o aprimoramento das soluções oferecidas, amplia as fontes de acesso aos produtos e serviços, viabilizando o atendimento a um maior número de participantes e redução de preços.

71. Com esse objetivo, a CVM tem estado atenta à importância de se criar estímulos à concorrência nesse segmento. Esse objetivo, contudo, foi constantemente balizado por outro propósito igualmente relevante: o de assegurar o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados regulados, o qual, deve-se frisar, integra o mandato legal da CVM. E neste particular, o funcionamento eficiente depende de transparência e integridade, dois valores que, como se viu,

⁵⁶ Relatório da Audiência Pública SDM nº 9/19, p. 139.

frequentemente são colocados em contraposição à concorrência quando se avalia riscos da fragmentação de mercado.

72. Como exposto, a alteração proposta para flexibilizar a vedação absoluta aplicável aos participantes quanto à participação no capital social das entidades administradoras fundamenta-se, primordialmente, na percepção de que a regra vigente impõe barreiras ao ingresso de interessados em atuar como entidade administradora de mercados organizados, uma vez que restringe as alternativas de capitalização.

73. Sucede que, ainda que o mérito dessa preocupação seja incontroverso, os impactos da regra vigente sobre as condições de concorrência no setor não são igualmente claros. Os elementos disponíveis não permitem aferir o peso que a restrição à participação no capital social tem sobre o ingresso de novos participantes e, como consequência, o efetivo resultado que eventual flexibilização promoveria. Os dados concretos extraídos de outras jurisdições, aliás, parecem sinalizar que não há uma relação de causalidade direta entre tal restrição e as condições de concorrência do setor. Da mesma forma, tampouco há no mercado brasileiro evidências que apontem nessa direção.

74. A propósito, vale recorrer às conclusões do já referido estudo conduzido pelo BIS sobre o assunto, divulgado em 2019⁵⁷. Embora o enfoque do estudo tenha sido nos efeitos da fragmentação sobre a estabilidade financeira global, uma das conclusões deixa claro o estágio incipiente do conhecimento disponível sobre o tema:

Fragmentation may be bad for financial stability. But fragmentation and financial stability themselves may also be subject to a trade-off. This review makes clear how little we know about the existence of any trade-off and its exact parameters. The paper makes the following proposals by way of a more formal approach to reviewing and, possibly, undertaking policy actions.

The starting point is more thorough analysis. What is the degree and type of fragmentation? What are the causes of fragmentation? What degree of fragmentation is good for financial stability? What is “bad”? What needs to be assessed here is the overall social costs and benefits of fragmentation, and this needs to be done across jurisdictions. The related question is whether the “bad” elements of fragmentation are prone to escalate to the level of systemic risk. Some may, but the rest may not. A joint assessment of the causes and a possible trade-off could supply us with a menu of policy options.⁵⁸

⁵⁷ BIS, *Fragmentation in Global Financial Markets: good or bad for financial stability?* Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work815.pdf>. Acesso em 12.04.2024.

⁵⁸ BIS, *op. cit.*, p. 23.

75. São muitas as questões fundamentais a serem esclarecidas, como bem aponta o estudo do BIS. Até que sejam esclarecidos esses e outros pontos que se revelem importantes para o caso brasileiro, parece prematuro avançar com a alteração de regras de mercado cujos efeitos ainda se farão percebidos com maior nitidez.

76. Assim, na ausência de clareza sobre esse aspecto – fundamental para que qualquer solução seja definida – entende-se não apenas prematuro mas desnecessariamente arriscado colocar em prática a flexibilização nos termos propostos, diante das graves consequências que pode gerar ao funcionamento regular dos mercados organizados. É dizer, com base nos elementos disponíveis, estar-se-ia sacrificando bem jurídico de extrema relevância – o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados organizados – para alcançar resultado incerto.

77. A supressão dos limites existentes, na prática, pode inclusive gerar efeito oposto ao que se busca, ao permitir que participantes se apropriem dos mercados regulados, privilegiando interesses individuais, em detrimento de outros agentes.

78. As circunstâncias antes descritas parecem indicar, na realidade, que se está diante de típica alteração normativa que deve ser precedida por análise de impacto regulatório – AIR, nos termos previstos pelo Decreto nº 10.411/2020. Aferir os prováveis efeitos da flexibilização proposta (o que, por sua vez, pressupõe conhecer os impactos da regra vigente sobre as condições de concorrência no setor) é fundamental não apenas para verificar a razoabilidade dessa medida, mas, principalmente, para verificar se é efetivamente necessária.

79. O Decreto é categórico ao dispensar da análise prévia de impacto regulatório a edição de regras que visem “a preservar liquidez, solvência ou hígidez” dos mercados de capitais⁵⁹. A *contrario sensu*, portanto, normas que possam causar efeitos, sejam eles positivos ou negativos, sobre o regular funcionamento dos mercados organizados enquadram-se, precisamente, na hipótese que justifica a incidência de AIR⁶⁰.

80. Ademais, ainda que a alteração proposta possa apresentar, como um de seus efeitos, a redução de uma restrição para os regulados – o que poderia atrair a hipótese de dispensa prevista

⁵⁹ Art. 4º, V, “b”, Decreto nº 10.411/2020.

⁶⁰ Por essa razão, a CVM acertadamente vem submetendo a edição de regras com esse potencial à análise prévia de impacto regulatório, a exemplo daquelas relacionadas (i) à atuação de influenciadores digitais no mercado de capitais; (ii) à transferência de custódia de valores mobiliários; (iii) aos requisitos para a realização de investimentos por investidores de varejo; e (iv) ao requisito de exclusividade nas atividades de agentes autônomos de investimento.

no art. 4º, VII do Decreto – não há evidências de que virá a resultar em redução de custos regulatórios. Pelo contrário, a alteração tal como proposta inequivocamente traz *novos* custos regulatórios, possivelmente maiores, seja para os regulados, que passarão a ter que contar com estruturas de monitoramento de potenciais conflitos de interesses e mitigação de outros riscos, seja para a CVM, que passará a ter que monitorar e fiscalizar uma série de situações que, até hoje, não são passíveis de materialização em virtude da proibição vigente.

81. Nesse cenário, portanto, parece mais prudente se buscar maior convicção sobre a possível extensão dos impactos da flexibilização proposta, ou optar por promover alterações de forma mais gradual, ajustando-as à medida que seus efeitos sobre as condições de concorrência forem percebidos. Mesmo porque – e isso parece incontroverso – não há razão de urgência para a promoção das alterações sob discussão por meio do processo da consulta pública SDM 06/2023.

Atenciosamente,

Barbosa Sociedade de Advogados