



OF-BBCE-010/2024

São Paulo, 12 de abril de 2024

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

conpublicaSDM0623@cvm.gov.br

Rua Sete de Setembro, n.º 111

Rio de Janeiro – RJ

Ref.: *Edital de Consulta Pública SDM nº 06/23 (“Consulta”) – Participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e aprimoramentos à Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (“RCVM 135”).*

Prezados(as) Senhores(as),

BBCE – BALCÃO BRASILEIRO DE COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA S.A., sociedade por ações de capital fechado, entidade administradora de balcão organizado aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), inscrita no CNPJ/MF sob o nº 13.944.545/0001-06, com sede na Avenida São Gabriel, número 477, 2º andar, Jardim Paulista, São Paulo – SP (“BBCE” ou “Companhia”), vem apresentar sua manifestação a respeito da Consulta, nos termos abaixo.

I. INTRODUÇÃO

1.1. Em 18 de dezembro de 2023, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM (“SDM”) publicou o Edital da Consulta para que os participantes do mercado de valores mobiliários apresentassem suas sugestões a respeito da participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e aprimoramentos à Resolução CVM nº 135/2022 (“RCVM 135”) até o dia 15 de abril de 2024¹. Tendo em vista

¹ Prazo original de 15 de março de 2024 prorrogado pela CVM para 15 de abril de 2024.



OF-BBCE-010/2024

a apresentação deste ofício OF-BBCE-010/2024 (“Manifestação BBCE”) em 12 de abril de 2024 reputa-se tempestiva a Manifestação BBCE.

1.2. A BBCE, como entidade administradora de mercado de balcão organizado, já se manifestou anteriormente sobre parte dos assuntos objeto da Consulta e, por meio desta Manifestação BBCE, a BBCE reitera seu posicionamento pela exclusão do limite de participação no capital social (“Limite”) de entidades administradoras de mercados organizados (“Entidades Administradoras”), bem como apresenta sua opinião a respeito dos demais aprimoramentos sugeridos à RCMV 135 na minuta de resolução constante da Consulta (“Minuta”), nos termos a seguir expostos.

II. MANIFESTAÇÃO

A. ALTERAÇÕES ÀS REGRAS QUE VERSAM SOBRE PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL SOCIAL DA ENTIDADE ADMINISTRADORA

2.1. De acordo com o previsto na RCMV 135, o órgão regulador estabeleceu percentuais no capital social que uma vez atingidos resultam na consulta prévia da CVM ou na restrição do poder de voto.

2.2 Nesse sentido, o artigo 44 da RCMV 135 estabelece que depende de autorização prévia da CVM a aquisição, por investidor, de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% do capital social com direito a voto de Entidades Administradoras.

2.3 Ainda, nesse mesmo contexto, o artigo 45 da RCMV 135 prevê que um participante não poderá deter em Entidades Administradoras, direta ou indiretamente, mais de 10% do capital social com direito a voto, seja de forma individual ou em grupo de pessoas agindo em conjunto representando o mesmo interesse e os controladores, controladas e coligadas de participante dos mercados sob responsabilidade de Entidades Administradoras.

2.4 Em relação ao limite de 10%, a própria resolução estabelece uma exceção, na medida em que dispõe no artigo 152 que as entidades administradoras de mercado de balcão organizado estão dispensadas dessas limitações desde que cumpram alguns requisitos, dentre eles, detenham mecanismos legais que assegurem o poder de polícia da CVM, tenham



OF-BBCE-010/2024

procedimentos e controles internos que previnam e tratem o conflito de interesse, tenham mecanismos de segregação de atividades, sendo vedada a existência de administradores (diretores), empregados e prepostos comuns à entidade administradora de balcão organizado e ao seu participante.

2.5 Conforme manifestações anteriores sobre o tema de limite de titulação, a BBCE entende que a fixação de limites no capital social da companhia restringindo o poder de voto não afasta as questões relacionadas ao conflito de interesses.

2.6 Nesse sentido, entendemos relevante apontar que os conflitos de interesses inerentes à administração de mercados organizado de valores mobiliários nem sempre foram tratados pelo limite de titulação. De fato, a opção regulatória pelo limite de titulação foi adotada no Brasil com o processo de desmutualização das bolsas de valores². Até então, os conflitos de interesses decorrentes da administração de bolsas mutualizadas³ – em que propriedade e participação nos mercados se confundem – eram adequadamente tratados no âmbito da governança corporativa das entidades administradoras de mercados organizados, pela autorregulação e pela supervisão exercida pelo regulador.

2.7 Por ocasião do processo de desmutualização das bolsas de valores, as opções regulatórias que se apresentavam para tratamento do conflito de interesses em bolsas desmutualizadas eram três: a) definição de requisitos de admissão específicos sobre acionistas controladores ou detentores de participações acionárias relevantes; b) exigência de comunicação sobre a aquisição de participação societária a partir de percentuais pré-definidos; e c) limitação às participações acionárias, com ou sem possibilidade de que se obtenha autorização do regulador para excedê-las⁴.

² A Resolução CMN nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000, que disciplinava a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores no país antes da Instrução CVM nº 461/07, revogada pela RCV 135, não previa limites de titularidade.

³ Entre eles – e principalmente – a qualidade da autorregulação exercida pelos intermediários (enquanto proprietários) em relação a estes mesmos intermediários (enquanto participantes).

⁴ Vide Edital de Consulta Pública nº 06/2007, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html



OF-BBCE-010/2024

2.8. Mesmo não sendo, já àquela época, a opção mais adotada pelos reguladores de mercados maduros de valores mobiliários⁵, a escolha da CVM foi pela abordagem conjugada das duas últimas opções, materializada pelos artigos 33 e 34 da Instrução CVM nº 461/07 e que foi mantida na RCVM 135 pelos artigos 44 e 45, respectivamente.

2.9 Neste momento em que a CVM abre espaço para ouvir as propostas do mercado para alternativas regulatórias ao limite de titulação, há que se identificar quais os conflitos de interesses a serem tratados e quais as opções regulatórias mais adequadas para referido tratamento.

2.10 Em relação aos conflitos de interesses, a doutrina costuma citar recorrentemente as questões da governança das atividades de autorregulação e da autorização para operar em mercados organizados como aquelas com interesses antagonistas entre proprietários das Entidades Administradoras e seus participantes que devem ser harmonizados pelo regulador em benefício do interesse público. Há outros, porém. Listagem de produtos, custos de serviços, concorrência no fornecimento de produtos e serviços para os administradores dos mercados de bolsa são exemplos de interesses que, da mesma forma, podem opor Entidades Administradoras e os participantes dos seus mercados.⁶

2.11 A BBCE entende que limites de titulação não afastam os conflitos de interesses acima elencados. Nem limites de titulação nem quaisquer outras opções regulatórias, se adotadas isoladamente. Por esse motivo, há que se verificar quais as opções regulatórias que melhor se inserem nos mercados organizados de valores mobiliários e ao arcabouço jurídico vigente.

⁵ A respeito, vide o estudo *Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution*, elaborado pela IOSCO e disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>

⁶ "Demutualization adds shareholders to the mix and concomitant concerns about how their incentives will affect exchange governance. Financial pressures may cause exchanges to attract unsuitable listings, raise fees, underfund surveillance, or use disciplinary authority to curb competition. Brokers and dealers may pressure exchanges in which they have interest to list proprietary products or provide their systems with informational or operational advantages. Parent companies of exchanges may seek dilution or underenforcement of listings standards or engage in other commercial activities that compete with exchange members." DOMBALAGIAN, Onnig H. *Securities and Derivatives Exchanges in the United States*. In. *Financial Market Infrastructures – Law and Regulation*. The Oxford EU Financial Regulation Series. Oxford University Press, 2021, p. 154-155.



OF-BBCE-010/2024

2.12 Como manifestado anteriormente, a BBCE acredita que seja recomendável a criação de requisitos e regras de conduta aos administradores de mercados organizados de bolsa similares aos aplicáveis aos administradores de mercados organizados de balcão, previstos no art. 152 da RCVM 135, como forma de lidar com os potenciais conflitos de interesses decorrentes da participação no capital social com direito a voto de Entidades Administradoras, e de assegurar o poder de polícia da CVM sobre os acionistas, administradores e participantes.

2.13 Adicionalmente, a BBCE entende recomendável o estabelecimento de requisitos de competência e idoneidade para controladores ou detentores de participação relevante, conforme previsto no relatório da IOSCO de 2006. Destacamos que esta é a opção regulatória adotada pela União Europeia desde o MiFID I e assim permanece, conforme previsto no Art. 46(1) do MiFID II 7-8.

2.14 Outra importante consideração a se fazer é que a restrição prevista nos artigos 44 e 45 não está alinhada aos contornos legais da intervenção estatal na atividade econômica dados pela Lei nº 13.874/19, conforme alterada (“Lei de Liberdade Econômica”). A partir da análise da norma, depreenderemos que existe um movimento de menor intervencionismo estatal pelo qual, dentre duas ou mais opções igualmente eficientes para o alcance de determinado objetivo estatal, deverá o agente público privilegiar aquele que representar o menor grau de intervenção na atividade econômica privada.

2.15 Assim, sendo certo que a imposição de restrição à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados constitui medida extrema que privilegia determinada composição acionária em detrimento de outras possíveis; e que há, conforme já aqui demonstrado,

⁷ “Article 46. Requirements relating to persons exercising significant influence over the management of the regulated market. 1. Member States shall require the persons who are in a position to exercise, directly or indirectly, significant influence over the management of the regulated market to be suitable.”

⁸ Outras ferramentas de mitigação de conflitos de interesses são disponibilizadas pelo MiFID II aos estados membros da União Europeia como aquelas baseadas (a) no princípio do *full disclosure* (Art. 46(2)); (b) na competência conferida à autoridade regulatória para reprovocar a transferência de controle de entidade administradora de mercado organizado quando entender que a operação representa risco para a gestão do mercado (Art. 46(3)); e (c) na imposição de mecanismos de governança corporativa para tratar situações de conflitos de interesse (Art. 47(1)).



OF-BBCE-010/2024

outras opções regulatórias para tratamento de situações de conflitos de interesses de mercados mutualizados de bolsas de valores, mais eficientes e adotados há anos por reguladores de mercados maduros, a BBCE entende que, também pode esse motivo, os limites de titulação previstos nos artigos 44 e 45 da RCVM 135 devem ser suprimidos da regulação das Entidades Administradoras.

2.16 Em síntese, conforme detalhado na resposta da BBCE ao Ofício nº 2/2022/CVM/SDM/GDN-1, entendemos que o limite à participação no capital da entidade administradora do mercado não impede a materialização de conflitos potencialmente existentes entre os interesses comerciais de participantes e da entidade administradora e o interesse público de manutenção da integridade de mercado, pois:

- (i) o Limite não é apropriado para lidar com conflitos de interesse que não decorram do poder político de voto na entidade administradora (como Participantes que operam os maiores volumes no mercado organizado);*
- (ii) o Limite restringe as alternativas de capitalização de entidades administradoras, privilegiando um determinado desenho de composição acionária em detrimento de outros possíveis que também possam atingir o objetivo de financiar o desenvolvimento de um mercado íntegro, competitivo e eficiente, sendo, por isso, contrário à livre concorrência entre entidades administradoras (que, por sua vez, incentiva a redução de custos de transação e aumento da qualidade da prestação de serviços);*
- (iii) Entidades Administradoras criadas antes da Instrução CVM nº 461/2007 se desenvolveram sem que houvesse o Limite, de forma que a imposição do Limite pode servir como barreira de entrada para novas entidades administradoras e/ou reserva de mercado para as entidades administradoras já consolidadas e com característica de dispersão acionária;*
- (iv) existem outras salvaguardas para tratar conflito de interesses sem limitar alternativas de capitalização, a exemplo da própria estrutura de governança proposta pela Resolução CVM 135 e os requisitos previstos no artigo 152 da mesma norma;*
- (v) a Lei 6.404/1976 já prevê responsabilidade dos acionistas pelo exercício do direito de voto de forma abusiva;*



OF-BBCE-010/2024

(vi) os interesses de um acionista controlador são, em tese, convergentes com a integridade do mercado, na medida em que a falta de integridade acarretaria na redução do valor do negócio em razão da desconfiança do mercado, ao passo que acionistas minoritários pouco ou nada perdem em matéria societária com o conflito de interesses e podem ter muito a ganhar em operações privadas que não contem com as devidas garantias.

2.17 Conforme acima mencionado, entendemos que os limites de titulação caracterizam verdadeira barreira de entrada à concorrência entre entidades administradoras, tendo em vista que os Limites restringem as alternativas de capitalização de novas entidades administradoras, em prejuízo do mercado brasileiro de valores mobiliários. Além disso, o Limite à participação de Participantes (pessoas autorizadas a operar no mercado administrado) afasta, indevida e desnecessariamente, o conhecimento e a experiência dos Participantes da gestão das entidades administradoras de mercados organizados.

2.18 Assim, além da dificuldade de capitalização, a BBCE entende ser vital a aproximação da discussão acerca da matéria à mercados organizados de valores mobiliários semelhantes, como o mercado europeu. Observado o alto grau de maturidade deste mercado, é possível verificar que o estabelecimento de deveres informacionais de potenciais conflitos de interesse, bem como regras de conduta destinadas à identificação, prevenção e tratamento de eventuais conflitos de interesse que possam impactar a imparcialidade são capazes de criar mecanismos de controle mais efetivos do que o atual limite de titulação estabelecido nos artigos 44 e 45, supramencionados.

2.19 Nessa toada, a BBCE como entidade administradora de balcão, entende os pontos de preocupação por parte do regulador, sendo esses focados em mitigação de riscos como o uso indevido de sua participação societária em entidade administradora por participante do mercado, com viés de sobrepor seus interesses acima dos investidores e do bom funcionamento do mercado; risco de acesso a informações comercialmente sensíveis, privilegiadas; ou mesmo o favorecimento, por meio de arbitragem da taxa de corretagem para direcionar o fluxo de ordens e operações para determinado participante. Trata-se de riscos reais ao bom funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários.



OF-BBCE-010/2024

2.20 Entretanto, a BBCE busca demonstrar nesta Manifestação BBCE que o limite de titulação não mitiga tais riscos de forma definitiva. Por isso, a BBCE entende que a medida mais efetiva e menos interventiva para tanto seria a previsão regulatória de dispositivos mitigadores de conflitos de interesses, a serem internalizados na governança corporativa de entidades administradoras de mercados organizados, ajustes normativos nos regulamentos internos - como regulamentos de acesso a mercados, regulamentos de listagem de valores mobiliários e regulamentos de negociação de valores mobiliários - bem como na estrutura de autorregulação, visando o correto endereçamento das situações de conflito de interesses.

2.21 No mesmo sentido, a BBCE entende recomendável o estabelecimento de regras de segregação para impedir materialização de conflitos de interesse e a criação de procedimentos para controle de aplicação de tais regras, além do fortalecimento e blindagem das estruturas de auditoria interna e autorregulação.

Proposta na Minuta da RCVM nº 135:

Em linha com os comentários de natureza conceitual acima, a BBCE, como entidade administradora de mercado organizado, ao analisar a proposta na minuta dos novos artigos já mencionados, sugere o que se segue:

Em relação ao **artigo 14**, em seu parágrafo único, sugere a inclusão de redação que estabeleça que seu *caput* se refere ao capital social votante, conforme sugestão abaixo:

*“Artigo 14, § único: Aplica-se o disposto no caput aos acionistas relevantes da entidade administradora de mercado organizado, assim entendidos aqueles que detenham participação no capital social **com direito a voto** da entidade administradora de mercado organizado igual ou superior ao limiar estabelecido no art. 44.”*

Em sequência, informa que entende que a redação atual presente na RCVM 135 no **artigo 28, II**, estabelece de forma suficiente a garantia de que não haverá preponderância de membro do Conselho de Administração que



OF-BBCE-010/2024

seja Participante da entidade administradora de mercado organizado, tendo em vista a exigência de 25% de membros independentes. Dessa maneira, reforçamos pela manutenção da atual redação, e o enfatizamos que a BBCE considera vital o conhecimento e expertise de mercado que os participantes membros de Conselho de Administração possuem, sendo esses fundamentais para contribuir com o desenvolvimento do mercado administrado pela BBCE e, novamente, reitera que regras adequadas para o tratamento de potencial conflito de interesses são o que efetivamente previnem situações de favorecimento indevido.

No que diz respeito às alterações sugeridas ao **artigo 44**, com base nos argumentos expostos, e em consonância com a sugestão de modificação proposta acima para o artigo 14, a BBCE entende que os riscos acerca da presença de participantes em entidades de administração estão diretamente atrelados aos ativos representativos do capital social votante da entidade administradora, bem como aos direitos políticos detidos pelos investidores.

Dessa forma, sugere alteração da redação do **Art. 44, §2º, incisos II e IV** na Minuta, com o objetivo de refletir o exposto acima, conforme segue:

Art. 44., §2º, inciso II: *“posições em derivativos referenciados em ativos representativos do capital social **com direito a voto** da entidade administradora de mercado organizado;”*

Art. 44., §2º, inciso IV: *“quaisquer instrumentos que acarretem a transferência de direitos ~~econômicos ou~~ políticos para as pessoas referidas no caput.”*

Dando continuidade à análise da Minuta, depreende-se da análise do disposto no **artigo 152**, especialmente em **inciso II, alínea b**, que tal previsão **não deve** abarcar conselheiros da entidade administradora, uma vez que na visão da BBCE, quando a norma se refere à vedação para existência de administradores, empregados e prepostos comuns entre a entidade administradora e seus participantes, o objetivo era o de mitigar eventuais conflitos de interesse decorrentes do gerenciamento das atividades do mercado de balcão organizado, o que é exercido pelos diretores e funcionários da BBCE, de acordo com suas respectivas atribuições executivas.



OF-BBCE-010/2024

Dessa forma, os membros do Conselho de Administração não devem ser abrangidos no conceito de “administradores da BBCE” para fins do dispositivo normativo ora referenciado, visto que não exercem tais funções. A esse respeito, vale observar que a participação de conselheiros com experiência e especialização profissional nos mercados administrados é, inclusive, benéfica para a boa condução da entidade. Ela aproxima a administração da entidade da realidade específica do setor e dos seus desafios práticos. Além disso, eventuais conflitos dos Conselheiros devem ser tratados com procedimentos para identificação e tratamento de eventuais conflitos de interesse.

Ainda no mesmo **artigo 152, em seu inciso II, alínea c**, a BBCE concorda com sua disposição, no entanto ressalta que entende que a aplicação da limitação ao poder de voto deve ser restrita às hipóteses específicas de conflito de interesse, já mencionadas anteriormente.

B. PARTICIPAÇÃO DE ENTIDADE ADMINISTRADORA NO CAPITAL SOCIAL DE PARTICIPANTES DE MERCADO ORGANIZADO

A BBCE informa que atualmente não possui participação em nenhuma outra sociedade, tampouco detém participação em participantes (pessoas autorizadas a operar no mercado administrado pela BBCE).

C. OUTROS APRIMORAMENTOS À RCVM 135 E À RESOLUÇÃO CVM Nº 31

C.1. APROVAÇÃO PRÉVIA DE OUTRAS ATIVIDADES EXERCIDAS POR ENTIDADES ADMINISTRADORAS

A BBCE entende favorável e acompanha a fundamentação jurídica trazida à análise, acerca de que a aprovação prévia de outras atividades exercidas por entidades de administração trará diminuição de custos além de manter a segurança jurídica já compreendida na atual RCVM 135.

C.2. APROVAÇÃO PRÉVIA DE NORMATIVOS DE ENTIDADES ADMINISTRADORAS E DE DEPOSITÁRIOS CENTRAIS



OF-BBCE-010/2024

No que diz a respeito à aprovação prévia de normativos de entidades administradoras e de depositários centrais, a BBCE entende que tal alteração seja favorável a entidades administradoras. No entanto, a BBCE entende que eventual discricionariedade do regulador para aprovar ou reprovar os normativos internos de entidades administradoras e depositários centrais é prejudicial à isonomia no tratamento e à segurança jurídica dos mercados de administração de mercados organizados de valores mobiliários e de depósito centralizado.

Por esse motivo, a BBCE entende ser necessária a previsão normativa dos parâmetros de análise que serão empregados pelo regulador para avaliar a conformidade dos normativos internos de referidas infraestruturas de mercados de capitais; as situações que ensejarão a reprovação do regulador quanto aos normativos internos; e hipóteses de recurso para instâncias superiores.

C.3. MUDANÇA NO RITO DE MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS (“MRP”)

Conforme artigo 155 da RCVM 135, a BBCE, como administradora de mercado de balcão organizado, não possui obrigatoriedade acerca da existência do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Adicionalmente, a BBCE esclarece que não são realizadas por seus clientes operações envolvendo pessoas físicas (pessoas jurídicas devidamente habilitadas para operar no Mercado de Energia), além da BBCE não participar nas operações como contraparte central, tampouco como depositário.

Em relação ao proposto na minuta presente na Consulta Pública, a BBCE não se opõe ao sugerido pela CVM, no que tange em relação à alteração da responsabilidade pela apreciação de recursos dos investidores reclamantes, para que essa seja atribuída à própria entidade administradora, ou da entidade designada para administrar seu MRP, nos moldes do que atualmente ocorre com os recursos interpostos por participantes reclamados.

III. CONCLUSÃO

Com base no que foi discutido na presente Consulta Pública, a BBCE agradece a oportunidade da discussão acerca das possíveis alterações à RCVM



OF-BBCE-010/2024

135, reforçando que sua intenção é a construção de um mercado organizado, íntegro, competitivo e eficiente.

Assim, reitera sua compreensão de que a fixação de limites no capital social da companhia restringindo o poder de voto não afasta as questões relacionadas aos conflitos de interesses. Tais conflitos poderão ser evitados a partir de procedimentos e políticas internas das companhias. Por isso, a BBCE concorda com a revogação dos artigos 44 e 45 da RCVM 135.

Nessa linha, destaca, também, seu posicionamento contrário à previsão sugerida na minuta do artigo 152, inciso II, alínea b, a qual dispõe sobre a vedação aos administradores que são comuns à entidade administradora e ao participante do mercado, visto que entende que os membros do Conselho de Administração não apresentam riscos no que se diz a respeito ao conflito de interesse, pois não são aqueles que atuam no dia a dia da companhia. Tal entendimento se dá em razão de que o gerenciamento das atividades do mercado de balcão organizado é exercido pelos diretores e funcionários da BBCE, e não pelo Conselho de Administração.

Sendo o que nos cabia, subscrevemo-nos com préstimos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

BBCE – BALCÃO BRASILEIRO DE COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA S.A.