

Rio de Janeiro e São Paulo, 15 de abril de 2024.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 27º andar, Centro

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

Att.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

conpublicaSDM0623@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023

O escritório **BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA, RODRIGUES ADVOGADOS ASSOCIADOS**, em atenção ao Edital de Consulta Pública SDM nº 06/2023, de 18 de dezembro de 2023 (“Edital de Consulta Pública” ou “Edital”), relativo à 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”), submete a essa Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários a respeito da modificação proposta (“Minuta”) com o intuito de contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da norma.

Antes, no entanto, de apresentar nossos comentários, julgamos válida a contextualização do momento histórico da edição da Instrução CVM nº 461/07, norma que inaugurou, na regulamentação do mercado de capitais brasileiro¹, o

¹ Antes da vigência da Instrução CVM nº 461/07, os mercados organizados de bolsa e balcão, bem como suas entidades administradoras, eram regidos pela Resolução nº 2.690/00 do Conselho Monetário Nacional, que não previa restrições à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados porque, à época, as bolsas de valores eram mutualizadas.

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040 001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506 905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

limite de 10% (dez por cento) no capital social das entidades administradoras do mercado de bolsa, permitido às entidades participantes destes mesmos mercados.

Como é de amplo conhecimento, a Instrução CVM nº 461/07 foi produzida dentro do contexto global de desmutualização das entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, em que fatores como os avanços tecnológicos da negociação eletrônica e a globalização dos mercados moviam as bolsas de valores para estruturas de financiamento e de governança mais sofisticados do que aqueles permitidos nos modelos mutualizados, onde direitos de acesso e de propriedade se confundem.

À época, academia e *standard setters* produziram proficuamente estudos e pesquisas tratando dos riscos que o processo de desmutualização das bolsas trariam à eficiência, higidez e transparência dos mercados.² Riscos estes que poderiam impactar, de acordo com os estudos da época, a autorregulação dos mercados organizados de valores mobiliários, pelo desincentivo de os proprietários das entidades administradoras de mercados de bolsa e balcão supervisionarem, fiscalizarem e aplicarem as normas contra si próprias; o acesso de novos participantes, pela lógica da proteção de mercado; e as próprias regras de listagem, negociação e liquidação de operações; para favorece-las em detrimento do mercado.

² A título meramente ilustrativo e exemplificativo, cabe aqui trazer o estudo da Prof. Roberta S. Kermel, *Turning seats into shares: cause and implications of demutualization of stock and futures Exchange*. Disponível em <https://brooklynworks.brooklaw.edu/faculty/391/>, acesso em 15 de abril de 2024. Pelos *standard setters*, destacamos o material publicado pela International Organization of Securities Commissions (IOSCO) *Issues paper on Exchange Demutualization*. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>, acesso em 15 de abril de 2024.

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040 001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506 905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

Para mitigar esses riscos, o Edital da Audiência Pública SDM nº 06/07, que deu origem à Instrução CVM nº 461/07 destacou haver três estratégias³, que seguem:

“Há três formas de lidar com as relações de propriedade em um contexto de desmutualização: (a) impondo requisitos de admissão específicos sobre acionistas controladores ou detentores de participações relevantes; (b) exigindo a comunicação sobre a aquisição de participação societária a partir de percentuais pré-definidos; e (c) simplesmente limitando as participações acionárias, com ou sem possibilidade de que se obtenha autorização do regulador para excedê-las. Os percentuais que disparam a obrigação de envio de informações (no caso da letra “b”) ou fixam o máximo de participação societária (no caso da letra “c”) variam muito entre os países.”⁴

Como resultado da Audiência Pública SDM nº 06/2007, a Instrução CVM nº 461/07 estabeleceu as restrições de propriedade das entidades administradoras de mercados organizados que perduram intactas até hoje pela Resolução CVM nº 135/2021, e que são o objeto da Consulta Pública SDM nº 06/2023.

Ao fim e ao cabo, cabe ao regulador validar o modelo de regulamentação sobre a titularidade das entidades administradoras de mercados organizados inaugurado em 2007. Para tanto, vale questionar se as luzes que iluminaram o regulador à época são as mesmas que o iluminam agora. Vale inquirir não se o contexto no qual o regulador estava inserido à época seria o mesmo do contexto

³ O Edital da Consulta Pública nº 06/2023 apresenta as mesmas três estratégias, extraídas do relatório produzido pela IOSCO e intitulado *Regulatory issues arising from exchange evolution*: a) fixação de requisitos de competência e idoneidade para controladores ou detentores de participação relevante; b) imposição do dever de divulgar, ao regulador ou ao público, as participações que ultrapassem determinados limiares; e c) limitação no percentual de participação no capital social que pode ser detido, com ou sem discricionariedade do regulador para aprovar participações maiores.

⁴ Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acesso em 15 de abril de 2024.

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040 001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506 905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

atual, uma vez que o distanciamento temporal de 17 (dezesete) anos afasta, forçosamente, qualquer comparação contextual, mas se os riscos, a probabilidade de sua materialização e os instrumentos de mitigação, são os mesmos.

As contribuições de **BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA, RODRIGUES ADVOGADOS ASSOCIADOS** vão exatamente nessa direção.

I – Comentários ao item 3 do Edital – Alterações às regras que versam sobre participação no capital social de entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários

A CVM propõe, no item 3 do Edital, alterações nos arts. 44 e 45 da RCVM 135. O novo art. 44 estabelecerá o limiar de 15% a disparar a necessidade de aprovação prévia da CVM, e elencará as entidades, as pessoas e os valores mobiliários que devem ser considerados no cômputo da participação detida.

Já o novo art. 45 versará sobre os elementos mínimos que serão considerados na análise da CVM para concessão da autorização de que trata o art. 44, inclusive os elementos adicionais que serão exigidos caso o detentor da participação seja um participante do mercado organizado.

Entendemos que as restrições à participação no capital social das entidades administradoras de mercados organizados de bolsa e balcão já nasceram datadas. Afinal, como retratado no edital da Consulta Pública nº 06/2023, já à época do relatório da IOSCO que tratou dos desdobramentos regulatórios do processo de desmutualização das bolsas, *“(A) imposição de um limite absoluto, como o determinado pelo art. 45 da Resolução CVM nº 135, não era a alternativa mais frequentemente adotada dentre as 14 jurisdições consultadas pela IOSCO para elaboração do relatório. Nos casos em que havia limites à participação, não*

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040-001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506-905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

era comum a adoção de limites aplicáveis a tipos específicos de investidores. A abordagem predominante era a adoção de requisitos de competência e idoneidade para controladores ou detentores de participação relevante, bem como a fixação de limiares de participação, entre 5% e 15%, que disparavam a necessidade de comunicação ao regulador, de autorização prévia do regulador ou de adoção de salvaguardas adicionais.”⁵

Entendemos que limitações absolutas em geral, e a limitação absoluta para que participantes detenham participação acionária superior a 10% em entidades administradoras de mercados de bolsa nos quais participem, podem trazer conforto, segurança, transparência e isonomia ao regulador. Entendemos também que, no contexto de migração de uma bolsa de valores mobiliários mutualizada para desmutualizada, a adoção da medida mais restritiva e mais conservadora, consubstanciada na limitação absoluta imposta aos participantes dos mercados de bolsa, fizesse sentido.

No entanto, por outro lado, não há que se negar que essas restrições impõem também, ao mercado, limitações de financiamento que impactam a criação de novas administradoras de mercados de bolsa, e conseqüentemente, na competitividade entre essas figuras e esses mercados, com os aspectos deletérios inerentes à competição restrita ou, no caso do mercado de bolsa brasileiro, inexistente até o momento.

Entendemos que a maturidade do mercado de capitais brasileiro (acompanhando, em parte, os exemplos internacionais) proporcionou instrumentos de governança corporativo efetivos para a mitigação dos conflitos de interesses nas entidades administradoras de mercados organizados em todas as etapas da pré-negociação (listagem e emissão), negociação e pós-

⁵ Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0623.html. Acesso em 15 de abril de 2024.

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040-001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506-905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

negociação (custódia, compensação, liquidação e depósito centralizado). Tais mecanismos são menos restritivos à atividade econômica do que a vigente limitação de participação no capital social das administradoras de mercados organizados de valores mobiliários e é nesse sentido que apresentamos um novo fator que, em nosso entendimento, aparta o cenário institucional atual daquele de 2007, qual seja, a Lei nº 13.874/19 (“Lei de Liberdade Econômica”).

Em seu art. 2º, III, a Lei de Liberdade Econômica dispõe:

“Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei:

(...)

III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas;”

Ou seja, a intervenção do Estado na economia deve ser restrita, de modo que, se há mais de um caminho possível para alcançar o mesmo resultado, deve-se optar pelo menos interventivo. Como, no caso, há diferentes mecanismos disponíveis para mediar os conflitos de interesses que surgiriam a partir da eliminação dos limites de titulação hoje impostos aos participantes dos mercados organizados de valores mobiliários, entendemos que eles devem ser priorizados, em detrimento das restrições de participação no capital social.

A propósito, a Lei de Liberdade Econômica determina, em seu art. 4º:

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

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

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

(...)”

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040-001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506-905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800

Percebe-se que a referida lei objetiva a criação de um ambiente regulatório que permita a entrada de novos participantes, o que, em nosso entender, poderá ser favorecido pelo levantamento das restrições à participação no capital social das entidades administradoras de mercados organizados.

Por essas razões, este Escritório opina favoravelmente à alteração proposta no item 3 do Edital.

Reiterando os votos de elevada estima e consideração, o Escritório se coloca à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

Atenciosamente,

BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA, RODRIGUES ADVOGADOS
ASSOCIADOS

Rio de Janeiro

Av. Rio Branco, 110 39º e 40º andares
20040-001 Centro Rio de Janeiro RJ
T. +55 21 3861 5800

São Paulo

Av. Santo Amaro, 48 cj. 52
04506-905 Vila Nova Conceição São Paulo SP
T. +55 11 2198 2800