

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (“CVM” ou “Autarquia”)

A/C Superintendência de Mercado e Intermediários (“SMI”)

Ref.: Consulta Pública SDM 06/2023, referente à participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e aprimoramentos na Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (“Consulta”).

A CERC S.A. (“CERC” ou “Companhia”) é uma instituição que atua desde 2017 como infraestrutura de mercado financeiro (“IMF”) autorizada pelo Banco Central do Brasil (“BCB”) a operar sistema de registro de ativos financeiros. Além de estar sob análise pelo BCB para ser autorizada a operar sistema de depósito centralizado e um sistema de compensação e liquidação, a Companhia também está sob o crivo da CVM para operar sistema de depósito de valores mobiliários e a administrar mercado de balcão organizado.

Com o espírito de colaborar no aprimoramento das regras de sistemas negociação de valores mobiliários, que dão contorno ao ecossistema, sua segurança e regime de competição, apresentamos nossas considerações sobre a Consulta, na forma do Anexo

São Paulo, 15 de Abril de 2024

CERC - SA

1. Introdução

A Consulta visa principalmente modificar as regras sobre a participação societária em entidades administradoras de mercados organizados, em linhas gerais para permitir que os sócios sejam participantes dos sistemas de negociação administrados por essas entidades, desde que seguido o rito e atendidos os critérios propostos na minuta.

Os sistemas de negociação têm características muito semelhantes aos sistemas de pós-negociação¹. Esse conjunto de sistemas regulados são essenciais para o sistema financeiro e por esse motivo podem ser conjuntamente agrupados como “sistemas regulados” ou infraestruturas de mercado financeiro (“IMF”), em sentido amplo. Também por conta dessas semelhanças, compartilham de uma característica presente em outros setores brasileiros, mas que aqui é mais grave e perdura há muito tempo: a falta de competição.

As entidades existentes no Brasil que atuavam nessas atividades sempre foram poucas e, com o passar do tempo, incorporações e fusões cristalizaram uma espécie de “duopólio” no segmento. As empresas mais lucrativas do segmento até hoje são incumbentes, que foram estabelecidas há mais de décadas no mercado de sistemas regulados (atualmente “B3 S.A.” e “Núcleo”, apenas duas).

Com o tempo, passou a ser inegável que esse cenário prejudicava o desenvolvimento do mercado brasileiro. Acreditamos que para aumentar a competição no segmento bancário e no sistema de distribuição de valores mobiliários (que hoje é uma demanda latente), é preciso uma concorrência funcional e segura entre sistemas do mercado financeiro, por estes serem suporte do mercado. Neste mesmo sentido, o próprio Financial Stability Board recomendou que reguladores do mercado financeiro brasileiro revertessem o cenário de oligopólio e incentivasse a competição², com profunda preocupação com os riscos que essa realidade trazia à estabilidade financeira.

Na intenção de melhorar esse contexto, foram tomadas providências pelos reguladores para pavimentar a competição, principalmente prevendo procedimentos de autorização prévia para exercer essas atividades. Destacamos aqui o fato de o BCB ter incluído em sua agenda regulatória (Agenda BC#, que era BC+ até 2019), a competição no segmento de sistemas regulados como uma prioridade regulatória³, o que contou sempre com o apoio da CERC, a quem cumpriu o papel de se tornar a primeira “desafiante” a promover maior competição entre sistemas regulados, inaugurando um novo momento

¹ Nos referimos em conjunto a todos os sistemas regulados de negociação e negociação, que compreende as atividades de registro, depósito, compensação e liquidação de instrumentos financeiros, e a negociação em mercados organizados, de bolsa e balcão. Além de haver uma semelhança entre esses sistemas pela sua relevância e papel no mercado financeiro, a própria norma aplicável aos sistemas de negociação (Res. CVM 135) exige a observação dos PFMI por essas entidades, por força de seu art. 115 e 143, permitindo esse agrupamento usado aqui pela CERC.

² Nota FSB - <https://www.fsb.org/2017/04/peer-review-of-brazil/>

³ Vide Agenda BC# em https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bcmais_competitividade

de maturidade no mercado brasileiro (inicialmente no segmento de registro de ativos financeiros)⁴.

Nesse contexto, houve diversas iniciativas dos reguladores para promover a competição entre IMFs, em especial (i) a norma que regulou a atividade de registro e estabeleceu as bases de funcionamento da atividade de registro e depósito, garantindo previsibilidade e viabilidade econômica para a atividade (Circ. BCB 3.743), e (ii) a regulamentação da interoperabilidade entre sistemas de registro (Circ. BCB 3.912), viabilizando a concorrência segura e eficiente para o mercado, e que contribuía para prevenir a prática de “lock-in” e ainda (iii) regras gerais aplicáveis ao processo de autorização para uniformizar critérios e padrões considerados⁵.

No contexto da CVM, o tema da concorrência vem sendo endereçado também progressivamente.

Desde antes da desmutualização das bolsas no mundo, prevenir prejuízos da Verticalização se já era um tema sensível e havia uma preocupação com a coordenação de participantes por meio das estruturas associativas. Naquele caso, os direitos de voto de cada associado eram iguais, trazendo menos correlação entre a condução dos negócios da IMF e a preponderância de interesses entre determinados participantes que fossem seus associados. Hoje, porém, com o fenômeno da desmutualização, o problema se torna ainda mais complexo: em que o percentual de participação pode influenciar no poder do participante diante dos demais sócios (participantes ou não). Em outras palavras, se já existia a preocupação com o conflito de interesse num cenário em que a Verticalização influenciava menos os processos decisórios, nos parece que com a desmutualização essa preocupação deveria ser ainda mais latente.

De todo modo, o tema da concorrência vem sendo trabalhado no âmbito da CVM com a modernização de regras aplicáveis aos sistemas regulados (RCVM 31 e RCVM 135), com a exigência de interoperabilidade nessas normas, com a previsão de portabilidade de ativos entre sistemas de depósito (CP CVM 02/23); bem como a previsão de mecanismos mais flexíveis para cumprir as atividades de autorregulação permitindo estruturas mais proporcionais de atendimento à essa sensível demanda regulatória.

Diversas outras medidas ainda estão na pauta regulatória com **foco em garantir uma concorrência eficiente**: a própria Lei de Infraestruturas de Mercado Financeiro, discussões sobre a tarifação de interoperabilidades, as normas que definem o modelo operacional para negociação de novos recebíveis, o modelo de portabilidade de valores mobiliários, a quebra do monopólio de *essencial facilities* que sejam relevantes ao mercado de crédito (informações de liquidação, intercâmbio de informações de lastros, etc).

Esse forte trabalho viabilizou a entrada no mercado de pelo menos 6 instituições que administram sistemas regulados pelo BCB, e 4 instituições autorizadas pela CVM.

Ainda assim, remanesce uma dificuldade crítica de entrantes se firmarem, isso em função do poder de mercado e econômico dos incumbentes (que em muitos segmentos e

⁴ “Fundada em 2015, a CERC é a primeira registradora especializada em recebíveis autorizada a funcionar pelo Banco Central.” **Notícia “Entrevista - Fernando Fontes/CEO da CERC: “Registro de duplicata eletrônica vai alavancar crescimento das fintechs de crédito para PMEs” na Finsiders Brasil (link)**

⁵ **Circular BCB 3.743/15**, que orienta os critérios de funcionamento de IMFs do BCB.

sistemas ainda operam em monopólio), mas em especial pela dificuldade em atrair participantes economicamente relevantes para os novos sistemas regulados, dado o interesse econômico, político e societário que esses participantes têm em determinados sistemas.

A concorrência é, portanto, diretamente afetada pela configuração societária das entidades que administram sistemas regulados – o que é o tema em específico da presente Consulta e o que motiva que a CERC traga as contribuições realizadas nessa manifestação buscando sempre contribuir com a concorrência e segurança no sistema financeiro e mercado de capitais.

A proibição geral de que participantes sejam sócios de entidades administradoras pode ser um critério mais simples e eficaz de ser implementado para evitar os problemas da Verticalização quando comparados com o processo de aprovação caso-a-caso. Isso pois, na prática, a análise ad hoc tende a flexibilizar os critérios preventivos e dar ensejo a questionamentos quanto ao mérito e fatores considerados, sem evitar de fato os problemas graves da Verticalização que vamos apresentar a seguir.

Em outras palavras, os problemas potenciais da Verticalização, ao nosso entender, deveriam ser eliminados via vedação geral em norma. Contudo, considerando o posicionamento sinalizado pela CVM na Consulta, caso se opte pelo caminho de propor critérios de autorização para estruturas verticalizadas, as contribuições da CERC irão no sentido de melhorar a efetividade prática dos critérios de análise que serão usados pela Autarquia.

2. Verticalização: Influência da participação societária na concorrência

Conforme se verifica da Análise de Impacto Regulatório que precedeu a essa Consulta, o propósito da modificação proposta é justamente fomentar a concorrência no mercado ao permitir que entidades administradoras de mercado de balcão organizado tenham como sócios seus participantes, abrindo uma janela importante de financiamento dessas entidades – questão que impactaria positivamente a concorrência no setor.

Por outro lado, autorizar que os usuários sejam sócios/proprietários de uma entidade, também impacta aspectos de concorrência que precisam ser sopesados, para que se dê o remédio na dose correta, e para que não se cause um efeito adverso à intenção da norma que se propõe.

O que se verifica na prática hoje é que a relação societária entre participantes de mercado e entidades que operam sistemas autorizados (“Verticalização”) tem impacto direto na capacidade de atração dos participantes economicamente relevantes pelas entrantes, conforme já abordado acima, e principalmente (i) gera conflito de interesses com funções de supervisão de mercado, com intervenções dos participantes sócios para um comportamento mais leniente da IMF, (ii) viabiliza a influência política pelos participantes de mercado incumbentes no posicionamento político das IMFs incumbentes para resistirem às regulamentações que favorecem abertura e competição nos mercados financeiro e de capitais; (iii) dá ingerência aos participantes nas regras de aceite e participação da própria IMF para dificultar a entrada e operação de participantes desafiantes de mercado e, por

fim (iv) cria um ambiente favorável para prática não isonômica de preços em função da influência dos sócios incumbentes.

Em todas essas dimensões, se verifica que a neutralidade é regra essencial para garantir a livre competição de mercado e a sua mácula, como a possibilidade de intervenção de um participante (ou grupo deles) numa IMF pode causar um favorecimento indevido que prejudique a livre competição de mercado em sentido amplo.

Vejamos:

A) Função de supervisão

As IMFs atuam como um “braço” de supervisão dos reguladores, seja no caso das operações objeto de registro, depósito ou realização em sistemas de negociação.

Essa característica também é nítida no caso dos sistemas de negociação, que fiscalizam as práticas de negociação e a formação de preços dos participantes⁶ – uma atividade de eminente interesse público, relevante para o mercado de maneira extremamente ampla. A fiscalização pelas entidades administradoras é autorizada e prescrita pelos próprios reguladores (BCB, CVM e SUSEP) nas normas que descrevem a autorregulação⁷, o que demonstra ser uma espécie de extensão de sua competência legal.

As demais modalidades de sistemas regulados, de pós negociação, também guardam responsabilidades de fiscalização.

Essa fiscalização/supervisão de participantes (e por consequência, do mercado de maneira mais ampla), é definida no próprio Principles for Financial Markets Infrastructures (PFMI), como de “*interesse público*”. Por esse motivo as entidades precisam ter regras de governança corporativa que assegurem interesses públicos acima dos interesses privados:

An FMI should have governance arrangements that are clear and transparent, promote the safety and efficiency of the FMI, and support the stability of the broader financial system, other relevant public interest considerations, and the objectives of relevant stakeholders.

Principles for Financial Markets Infrastructure - IOSCO

⁶ Res. CVM 135 - Art. 77.

⁷ Res. CVM 135 - Art. 47. *O departamento de autorregulação, a diretoria do departamento de autorregulação e o conselho de autorregulação são os órgãos da entidade administradora de mercado organizado encarregados da fiscalização e supervisão: I - das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade; II - das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora de mercado organizado; e III - dos participantes dos mercados organizados administrados, bem como seus administradores, funcionários e prepostos. § 1º As entidades administradoras de mercado organizado podem atribuir ao departamento de autorregulação competência para fiscalizar e supervisionar o cumprimento, pelos emissores listados, das obrigações a eles impostas nas normas editadas pela entidade administradora de mercado organizado.*

Além disso, a atribuição dos sistemas regulados de realizar a supervisão dos mercados, além de ter esse caráter público, já preveniu problemas no mercado financeiro e é valorizada pelos organismos internacionais.

Neste sentido, o livro de Gilneu Vivan, que chefia o Departamento de Supervisão do Sistema Financeiro (Desig) do BCB que trata sobre “As novas fronteiras da Supervisão” apresenta que essas ferramentas de monitoramento foram úteis para o monitoramento dos problemas da Crise de 2008⁸. E o FSB, ao analisar as fortalezas do sistema financeiro nacional, reconheceu as responsabilidades de supervisão das infraestruturas de mercado⁹.

Nesse mesmo sentido, **a própria CVM entende que essa função de supervisão existe e é importante para a segurança do mercado de capitais**: as normas de securitização¹⁰ e de fundos de investimento¹¹ obrigaram que as transações de compra de direitos creditórios sejam formalizadas em sistemas de infraestruturas de mercado, com o objetivo expresso e declarado de que a função pública de supervisão dê mais segurança. E mais: neste mesmo sentido, a própria CVM previu regras de proibição de Verticalização das registradoras de direitos creditórios de FIDCs¹² – o que confirma a necessidade de neutralidade para a correta execução desse papel público de supervisão.

A responsabilidade de supervisão, portanto, é essencial para a saúde os mercados, e tem um cunho público. Por natureza, isso demanda que essas entidades atuem com profunda neutralidade com relação aos seus sócios e Participantes.

IMFs verticalizadas que não sejam neutras podem ser **lenientes com participantes** que sejam seus proprietários, flexibilizando a supervisão desses participantes, e flexibilizando exigências regulatórias.

Apesar de ser possível estabelecer medidas de governança que evitem impactos, na prática há uma tendência de se ter menos diligência com o participantes-acionistas. Além disso, em IMFs Verticalizadas também há a possibilidade de se “maquiar” situações,

⁸ **“As ferramentas do monitoramento [...] permitiam informar à diretoria tempestivamente sobre a efetividade das medidas tomadas. [...] As informações do SPB eram utilizadas para verificar se as captações dos bancos pequenos e médios por cessão de créditos tinham sido efetivadas. [...] Levávamos as informações para a diretoria e, com base nelas, podiam tomar decisões mais precisas e assertivas durante a crise; Também conseguíamos verificar se as medidas tinham sido eficazes ou não. Foi um trabalho totalmente inovador. [...] Mudou até a opinião do mercado sobre a necessidade do registro [em IMFs]”** - Livro “As novas fronteiras da Supervisão” - página 229.

⁹ **“O FSB citou diversos fatores que contribuem para a efetividade do sistema de registro de transações financeiras e de monitoramento do risco sistêmico: [...] Responsabilidades alocadas às TR para assegurar elevados padrões de qualidade e processos de validação dos dados.”** - nota BCB ([link](#))

¹⁰ **Res. CVM 60** - inc. I do art. 33. O fundamento dessa medida, de acordo com a [Consulta Pública](#) foi “A CVM busca assim incentivar a utilização de tais entidades e de tais registradoras como forma de atingir melhorias na governança e higidez dos produtos de securitização, inibindo problemas como dupla cessão de direitos creditórios.”.

¹¹ **Res. CVM 175** - Anexo Normativo II - inc. I do art. 30. “Em acréscimo aos serviços previstos no art. 83 da parte geral da Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços: I - registro de direitos creditórios em entidade registradora autorizada pelo Banco Central do Brasil, observado que a entidade registradora não pode ser parte relacionada ao gestor ou da consultoria especializada”. Neste caso a justificativa da medida pela CVM também foi no mesmo sentido na [Consulta Pública](#): “O registro de direitos creditórios em entidade registradora, que se dá nos termos da Resolução CMN nº 4.593, de 2017, tem o potencial de mitigar riscos relacionados à inexistência e à dupla cessão dos ativos”

¹² **Res. CVM 175** - Anexo Normativo II - inc. I do art. 30. Na [Consulta Pública](#), a justificativa apresentada foi de que a medida foi proposta “com o intuito de mitigar os riscos relacionados à existência, integridade e titularidade dos direitos creditórios, remanesce requerida independência entre os principais agentes da operação”.

flexibilizar o rigor quanto ao cumprimento de procedimentos, o cumprimento de exigências de esclarecimentos, entre outros. Há um evidente e delicado impasse na decisão prática de se aplicar ou não uma penalidade (como a suspensão, por exemplo) sobre um participante que seja acionista da entidade – e, no fim da linha, é empregador dos funcionários que executam as tarefas e tomam essas decisões.

Essa leniência pode ser usada pela IMF Verticalizada como um fator competitivo (um serviço com menos “fricções” de que IMFs neutras), e pode compreender a falta de transparência na divulgação de informações relevantes. É nítido que essa leniência prejudica o ecossistema de IMFs, mas também prejudica o mercado como um todo, por privilegiar participantes/usuários que tenham suas operações Verticalizadas e criar situação artificiais, implicar em assimetria informação e distorção de situações mercadológicas.

Essa discriminação também pode existir de maneiras mais sutis: é possível que IMFs Verticalizadas **privilegiem seus sócios na elaboração de sua precificação, estrutura de eventos tarifáveis, ou na definição de seus padrões técnicos**. Apesar dessa medida não afrontar diretamente as normas que exigem a fiscalização, trata-se de uma discriminação incompatível com as atribuições dos sistemas regulados.

B) Função de implementar inovações regulatórias no mercado.

Além da supervisão, há outra função exercida pelas IMFs que demanda que sejam neutras com relação a seus participantes, que é a função de pôr em prática medidas propostas pelos reguladores. Isto é: atualmente as IMFs também implementam e viabilizam que várias normas inovadoras pró-mercado se tornem realidade. Nesta empreitada, reguladores precisam contar com IMFs neutras, sendo **essencial que as entidades não representem “agendas ocultas” de determinados usuários/participantes, e devem ser neutras para isso**.

Uma das principais qualidades do mercado brasileiro é a capacidade e a disposição dos reguladores do sistema financeiro em induzir melhorias no mercado, seja a partir de demandas do mercado, mas principalmente a partir de demandas identificadas pelos reguladores. Em diversos casos os reguladores dependem da colaboração das entidades administradoras para implementar essas melhorias de novas normas.

Existem bons exemplos de medidas regulatórias ambiciosas, positivas para o mercado e que demandaram colaboração neutra das IMFS, como:

- I. o “novo mercado” de duplicatas e recebíveis de cartão implementado pelo BCB, que revolucionou o uso de recebíveis comerciais e mercantis empoderando lojistas – por meio das registradoras¹³;

¹³ “[...] com o intuito de conferir maior **eficiência e competitividade** a esse mercado. O alcance desse objetivo viria do registro desses recebíveis em sistemas de registro, resultando em mais **segurança operacional e jurídica** para essas negociações, assim como em **acesso mais amplo** para potenciais agentes financiadores.” **Exposição de Motivos – Circ. BCB 3952**; [...] Deu-se início aos estudos para regulamentação da duplicata escritural, conforme comandos da citada Lei, agora sob a dimensão “Competitividade”. **Exposição**

- II. o ecossistema de dados abertos de seguros (o “*Open Insurance*”) implementado pela SUSEP, que tem o objetivo de dar mais poder para os segurados – que foi viabilizado pelas entidades registradoras de seguros¹⁴;
- III. a possibilidade de “gravamar” valores mobiliários negociados em mercado de balcão que foi implementada pela CVM, dando mais eficiência e liquidez no uso de ativos por investidores – valendo-se das entidades administradoras de mercado de balcão organizado¹⁵;
- IV. a possibilidade de portar valores mobiliários de diferentes IMFS (qual seja, o “*Open Capital Markets*”) em desenvolvimento pela CVM, com vistas a empoderar investidores para melhoria dos serviços de custódia – viabilizado pelas centrais depositárias¹⁶;
- V. a elevação de padrões de governança e aderência do mercado brasileiro aos padrões internacionais desejados através da Lei de IMFs, em tramitação liderada pelo BCB e CVM – que será viabilizado através de todas as IMFs¹⁷.

Em todos os exemplos, é possível observar que há um interesse regulatório de movimentar o “status quo”, e induzir melhorias no mercado. Ao mesmo tempo, é comum que essas medidas contraponham interesses privados que sejam dominantes no mercado, como de incumbentes ou instituições com modelos de negócio acomodados aos padrões regulatórios anteriores. **Por esse motivo, é possível afirmar que reguladores precisam de IMFs neutras**, pois normas de melhorias estruturantes demandam um compromisso público das entidades administradoras de sistemas regulados, justamente para colaborar com os interesses dos reguladores em tornar esse tipo de medida uma realidade.

Neste sentido, caso uma IMF Verticalizada não tenha uma atuação neutra, é possível se ver em conflito com a ideia de viabilizar uma determinada medida regulatória inovadora que prejudique seus sócios ou seu modelo operacional.

Nos casos em que determinadas iniciativas dos reguladores precisam ser viabilizadas com o apoio de IMFs, é necessário que essa IMF seja neutra, e não represente

de Motivos – Circ. 4.016. Vale dizer que tais alterações foram [...] a fim de aumentar a eficiência, a transparência e a segurança das operações com duplicatas escriturais. **Exposição de Motivos – Res. 339**

¹⁴ “O SRO SUSEP é um elemento chave no contexto do Open Insurance, uma vez que permite que as informações sobre as operações de seguros sejam compartilhadas de forma padronizada e segura entre as companhias do setor.” Notícia (link)

¹⁵ “Isto, por sua vez, proporcionará maior agilidade de procedimentos operacionais e o uso mais eficiente de colaterais financeiros para mitigação de riscos de crédito por instituições financeiras. **Exposição de Motivos – Res. 174**

¹⁶ [...] elemento chave para destravar o potencial construtivo da concorrência na prestação de serviços ao investidor: beneficia-se o investidor, que se vê capaz de capturar mais valor ao se apropriar de seu poder de barganha, e também se desenvolve o mercado de valores mobiliários, visto que a redução na fricção e nas barreiras de saída favorece a concorrência, premiando a inovação, a eficiência e a qualidade dos serviços. **Exposição de Motivos – Consulta Pública**

¹⁷ O registro [...], produz efeitos que vão além de benefícios [...] de supervisão, buscando uma a maior [...] eficiência operacional para os participantes de mercado e consumidores financeiros. Busca-se, assim, [...] ampliação da eficiência do [...] Sistema Financeiro Nacional. **Projeto de Lei de IMFs.**

interesses privados de seus participantes-acionistas de dificultar iniciativas. Na própria experiência da CERC com recebíveis de cartão, por exemplo, **notamos que foi essencial a presença de novas IMFs, que defendessem a viabilidade prática das propostas regulatórias, encorajando reguladores a transformar ideias melhores em normas.**

Na dinâmica dessas entidades, também é comum existirem fóruns para a definir detalhes técnicos, padrões operacionais, e até o “cronograma” para implementar essas normas e medidas regulatórias. No exemplo, a **IMF Verticalizada pode, também, prejudicar a condução dos trabalhos para privilegiar seus acionistas, ou até inviabilizar/atrasar a implementação de marcos regulatórios, em benefício de seus acionistas.**

O BCB já teve a necessidade de adiar projetos regulatórios inteiros por atrasos operacionais de unicamente uma IMF¹⁸. Esse atraso demonstra a necessidade de garantir que essas entidades atuem neutras e comprometidas com as agendas regulatórias, sob pena de inviabilizá-las.

Vale trazer como exemplo também normas recentes do BCB que diminuíram quórum necessário para decisões entre IMFs na interoperabilidade. O regulador teve de intervir nesse tema para evitar que poucas entidades obstruíssem os projetos¹⁹. Isso demonstra a importância da colaboração das entidades para viabilizar essas agendas, mas também demonstra como IMFs com conflitos de interesses (Verticalizadas, por exemplo), têm capacidade de impactar diretamente na realidade regulatória, e que esse problema é real e combatido na prática.

Essa interferência também pode se dar de maneiras mais sutis: através de duas manifestações em uma Consulta Pública, na figura do Participante e da IMF, ao invés de somente uma, por exemplo, contribuindo para maximizar uma determinada visão; ou através do acesso privilegiado a informações que devam ser de conhecimento exclusivo das infraestruturas de mercado e não de participantes.

Todas essas medidas demonstram como a neutralidade de IMFs é positiva para os reguladores, e blinda suas iniciativas de qualquer “captura” por parte dessas entidades tão relevantes para implementar melhorias no mercado.

C) Isonomia e transparência nas condições de preços e acesso

¹⁸ **CIP diz não estar pronta para recebíveis de cartões e gera impasse para BCB.** Dilema é manter data e deixar fora grandes bancos, com possível impacto no crédito, ou adiar novamente o prazo e enfrentar questionamento. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/02/02/cip-diz-no-estar-pronta-para-recebeis-de-cartes-e-gera-impasse-para-bc.ghtml>

¹⁹ As [Res. BCB 371, 372 e 373](#) regulação do quórum de decisões de interoperabilidade. “*Espera-se que a fixação de quórum para decisões [...], reduza as divergências não solucionadas por meio de consenso e dê celeridade e eficácia ao processo de autorregulação, possibilitando que o Banco Central do Brasil possa cumprir o seu papel de avaliar e aprovar o conteúdo da convenção com maior agilidade.*”

PFMI exige que as IMFs sejam neutras com relação às regras de preço e acesso²⁰. Neste sentido, os sistemas regulados devem ter critérios de acesso e preços **públicos, isonômicos e justos**.

Principle 18 – Access and participation requirements

An FMI should have objective, risk-based, and publicly disclosed criteria for participation, which permit fair and open access.

Principles for Financial Markets Infrastructure - IOSCO

Isso decorre diretamente da função pública dessas entidades, não realizando distinções discriminatórias entre agendes em função da posição econômica. **Discriminações dessa natureza exercidas por IMFs implicam diretamente em distorções de mercado, são mais difíceis de ser fiscalizadas em IMFs Verticalizadas.**

No caso dos sistemas de negociação, por exemplo, é explícito como custos maiores influenciam diretamente na liquidez e na margem dos participantes – e por isso descontos, e preços, precisam ser isonômicos e não podem prejudicar desafiantes, por exemplo.

Além de preços, os custos podem estar relacionados às condições de acesso. IMFs Verticalizadas podem ter requisitos tecnológicos, por exemplo, que não tenham fundamentos econômicos, que sejam complicados e mais caros justamente para privilegiar demandas específicas de seus acionistas-participantes de impedir participantes-desafiantes com condições econômicas menores.

Na prática, uma IMF Verticalizada pode vir a cumprir a exigência regulatória de publicar suas condições de preço e acesso, mas elaborar essas condições em benefício exclusivo de seus sócios-participantes em detrimento de todo o mercado, ou estabelecer descontos mais agressivos aos seus sócios-participantes – de uma maneira extremamente difícil de se fiscalizar.

D) Prejuízo à competição entre IMFs

Por fim, conforme já apontado na introdução deste documento, a Verticalização traz para o mercado de IMF, da **deterioração de competitividade e inovação, que converge para a completa estagnação no mercado**.

No caso de operações Verticalizadas, a **escolha da prestação de serviços deixa de ser baseada em critérios pertinentes**, como a geração de valor, preço, na qualidade etc, e passa a ser estritamente baseada na posição acionária – interesse inadequado para a dinâmica de competição entre sistemas regulados, que precisam ser neutros. Esse contexto impede a possibilidade de haver uma competição funcional da entidade Verticalizada com as demais.

Nessa linha, o fato de não haver números expressivos de portabilidades entre registradoras de recebíveis é um resultado da Verticalização naquele contexto. Mesmo com diversas mudanças de preços e serviços entre as registradoras de recebíveis de

cartões ao longo de quase três anos, a Verticalização é tão influente que impede que participantes vinculados à determinadas entidades registradoras utilizem dos serviços de outras.

Há duas consequências possíveis: o estrangulamento ou a estagnação. É possível que a concorrência caminhe no sentido de se tornar inviável e as demais empresas deixem de operar, ou que a concorrência se deteriore num padrão competitivo que abra mão da qualidade e segurança, o chamado “*race to the bottom*”.

O *race to the bottom* é um fenômeno perigoso e amplamente estudado internacionalmente²¹, que ocorre sempre que a competição se resume à redução de preços, resultando no progressivo desmantelamento da capacidade de manutenção dos padrões de segurança e disponibilidade necessários para uma IMF.

Reforçamos que a competição não tem como função apenas a subsistência e o lucro de IMFs autorizadas, mas é um mecanismo relevante para a inovação e o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais. Neste mesmo sentido, o Conselho Administrativo de Defesa da Economia e Concorrência (o CADE) já admitiu investigações sobre as práticas desse mercado, o entendendo como relevante²².

Assim, constata-se que a Verticalização pode trazer prejuízos de várias naturezas para a competição, para reguladores e para toda a sociedade se não for devidamente endereçada pela regulamentação, para se assegurar uma atuação neutra pelas IMFs.

3. Propostas para mitigar os prejuízos da Verticalização

A CERC vem acompanhando o debate de participação acionária em entidades administradoras que está sendo conduzido pela CVM, desde a Audiência Pública da Instrução CVM 461.

Entendemos que há uma visão atenta ao tema pela Autarquia, e que a CVM é otimista quanto aos possíveis benefícios de financiamento que essas medidas podem ter para as entidades administradoras de mercado organizado.

Além disso, observamos que diversas instituições estão interessadas em Verticalizar seus serviços visando viabilizar operações de tokenização de valores mobiliários, como se nota pelas dispensas concedidas pela CVM no âmbito do Sandbox.

²¹ A este respeito, destaca-se o estudo do Banco Central dos Países Baixos (“De Nederlandsche Bank”, que se debruçou sobre essa questão: “Although competition creates efficiency and transparency benefits, it reinforces CCPs’ trade-off between scrutiny risk management and profitability. If insufficiently overseen, excessive competition may force CCPs to take inappropriate actions that will harm their financial soundness and risk management capacity. Aiming at identifying the possible manifestations of a “race to the bottom” in CCPs’ behavior, this report will focus primarily on CCPs’ competitive responses in tariffs and risk controls [...] because these reactions, among others, will have a direct and prompt impact on the adequacy of CCPs’ financial resources and risk mitigation capacity, potentially affecting the resilience of financial system”. Fonte: Is there a “race to the bottom” in central counterparties competition? - DNB Occasional Studies Vol.9/No.6 (2011)

²² “Cade investiga B3 por suposta exclusão de concorrentes no mercado de registros” - Valor Econômico em 16.03.2023. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/03/16/cade-investiga-b3-por-suposta-exclusao-de-concorrentes-no-mercado-de-registros.ghtml>

A abertura dessa possibilidade permitiria que determinados agentes verticalizassem suas estruturas de tokenização, com algum aumento de eficiência.

Por outro lado, conforme apontado acima, é necessário se ter cuidado aos efeitos deletérios dessa possibilidade para não se fomentar e permitir que a Verticalização se torne perversa e alcance os efeitos demonstrados nessa Manifestação, para não deixar de lado a importância de IMFs neutras – para a concorrência, para os reguladores e para o mercado como um todo.

É extremamente difícil garantir que mecanismos preventivos de fato são implementados e endereçam possíveis manipulações e distorções práticas dos cenários expressos em documentos, mitigando de fato os riscos sensíveis da Verticalização (como *chinese wall*, políticas de prevenção de conflitos, etc). Justamente por isso é que outras regras que proíbem determinadas condutas indesejadas não flexibilizam as condutas proibitivas a partir de critérios complexos de análise – a Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro, por exemplo, não cria condicionantes para o que é tipificado como crime, e sim define agente, conduta e sanção.

Considerando essas premissas levantadas, nossas propostas são no sentido de assegurar a efetividade prática dos mitigadores dos prejuízos que a Verticalização pode gerar na neutralidade de infraestruturas de mercado, em especial aqui das entidades administradoras de mercado organizado, embora nosso posicionamento seja no sentido de que idealmente não deveriam haver flexibilização e as regras deveriam o mais claras e objetivas possíveis.

Sem prejuízo das contribuições em texto feitas no capítulo 6, apresentamos aqui as propostas em detalhe.

- i) **Mecanismos de prevenção transparentes e auditados, inclusive pela Auditoria:** Sugerimos que a CVM determine que as políticas de mitigação de conflitos que já estão sendo solicitadas na Minuta sejam públicas e auditadas por auditoria independente periodicamente, com relatórios também públicos a esse respeito. Entendemos que esses mecanismos podem trazer mais segurança de que as políticas sejam efetivas. Isso com vistas a garantir que as práticas de “*chinese-wall*” ou mecanismos sejam apenas informados, mas nunca colocados em prática, e em linha com o “*full disclosure*”, que é um princípio imperativo no mercado de capitais.
- ii) **Prever limites de concentração operacional de Participantes-Sócios:** Propomos que a CVM determine que o Participante-Sócio não possa conduzir 100% de suas operações na entidade em que têm posição acionária, observando um limite máximo do total 40% da sua volumetria direcionada para a IMF com a qual possui relação societária, sendo obrigado a buscar alternativas a diversificar sua operação com demais sistemas para o restante.
- iii) **Garantir período de oposição e arguição pelo mercado no rito de análise de sócios:** Em linha com o rito previsto pelo BCB para autorizar pessoas a serem acionistas ou administradores de instituições autorizadas, sugerimos que a CVM preveja fluxo parecido: para que no rito de aprovação de participação societária em entidades administradoras haja a divulgação prévia do nome da entidade interessada, para dar oportunidade que o mercado apresente considerações a respeito dessa aquisição, a serem consideradas pela CVM.

Processo também existe no CADE para negociações sensíveis, em que terceiros interessados podem apresentar considerações ao regulador.

Acreditamos que esse processo permitiria que a CVM seja subsidiada de informações adicionais para ponderar, caso a caso, a conveniência de deferir a participação societária em entidades administradoras de mercado organizado.

É possível que, numa análise mais técnica, deixem de ser capturados na análise regulatória temas estritamente comerciais dos mercados.

A Decisão do Colegiado de 27 de junho 2023²³, por exemplo, poderia ter sido complementada ou modificada por argumentos técnicos. Nessa decisão, em síntese, a CVM flexibilizou a proibição de conflitos de interesse entre administradores de FIDCs e entidades registradoras no caso da Núclea, por entender que os participantes-socios dessa entidade são concorrentes entre si, e por isso teriam conflitos distintos que acabariam preservando a neutralidade da Núclea com relação a eles.

Nesta decisão, por exemplo, a CERC poderia ter contribuído com argumentos técnicos a respeito da unidade de interesses que os referidos acionistas têm, e que poderiam interferir na neutralidade da Núclea com relação aos demais participantes, às demais registradoras e até com relação a agendas de melhorias regulatórias. Essa visão “de mercado” é essencial para deferir ou não a participação acionária, e deveria ser admitida no rito de análise.

- iv) **Implementar AIR da autorização de Participante sócio:** Considerando que determinadas configurações societárias podem trazer impactos relevantes ao mercado, seria adequado que a CVM analise amplamente essas condições, mediante processo de Análise de Impacto Regulatório. Dentre os critérios desse estudo, sugerimos também prever expressamente que a deveria ser considerado o critério de “efeitos potenciais à concorrência entre IMFs e no mercado de capitais”.
- v) **Disciplinar waivers para que sejam temporários e específicos:** É possível que os agentes de mercado solicitem dispensas para a CVM, o que não é raro no contexto do mercado de capitais. Neste sentido, sugerimos que essas dispensas precisam ter uma disciplina bastante regulada, transparente e previsível. Por isso, propomos que haja regras claras para waivers, prevendo que estes serão concedidos sempre com dois critérios: (i) sejam de maneira temporária (para viabilizar a entrada, por exemplo de uma entidade com esse modelo de financiamento que a Verticalize), e também (ii) restritos a IMFs que atuem de maneira “especializada”. Essa medida pretende endereçar o contexto de entidades interessadas a ser entidades administradoras Verticalizadas, pra viabilizar suas plataformas proprietárias de tokenização – mas a proposta não deixa de diminuir impactos concorrenciais amplos no mercado.
- vi) **Avaliar constantemente, e permitir que CVM exija redução do percentual acionário:** Em complemento com as sugestões, é importante prever em norma que, assim como a CVM aprova a aquisição, ela também possa determinar sua diminuição, mediante cronograma de diluição do percentual devido no caso de decisões desse tipo. A medida visa permitir a atuação da CVM, preservando seu poder de política em casos em que uma IMF Verticalizada não aja de maneira neutra, apesar de ter sido autorizada em um contexto prévio.

²³ Fazemos referência à Decisão do Processo 19957.003053/2023-14. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2023/20230627_R1.html

- vii) **Considerar acionistas-Participantes em conjunto:** Sugerimos prever que a análise para admitir determinado Participante como acionista irá considerar os demais acionistas, inclusive demais acionistas-participantes preexistentes, e a posição ou nicho de mercado detida em conjunto por esses participantes. A proposta tem como objetivo evitar o agrupamento de sócios-participantes mesmos distintos, possam agir em conjunto através da entidade administradora – para indevidamente favorecer determinado modelo de negócio na agenda regulatória ou dificultar medidas regulatórias propostas que possam ser contrárias a seus interesses.

4. Independência de membros de órgãos estatutários

Além da proposta de flexibilização da participação acionária acima descrita, outra proposta da Minuta é proibir que os conselhos de administração (“CA”) das entidades administradoras admitam conselheiros(as) que tenham relação com participantes das entidades. A norma atual permite conselheiros vinculados com até um participante (atual redação do art. 28, inc. II da Res. 135).

Entendemos o esforço da proposta para buscar contornar os efeitos deletérios da influência de participantes na IMF, mas reforçamos nosso entendimento e experiência de que a Verticalização impacta de maneira mais grave na neutralidade das IMFs, justamente pelo fato de as pessoas jurídicas sintetizarem o interesse de seus sócios, e não de seus conselheiros, que no limite tem responsabilidade pessoal e fiduciária.

A independência dos membros dos comitês estatutários das IMFs pode ser entendida como um “remédio”, conveniente na existência da “enfermidade-raíz” (aqui a Verticalização), mas que se houver outros mitigadores mais adequados que neutralizem essa “enfermidade” (como os propostos no item 4), o uso desse remédio se torna inócuo e impossibilita até a contribuição legítima de membros de mercado para enriquecer a visão da empresa em ambiente legítimo e neutro – se aplicada a governança necessária proposta.

Além desses argumentos, isso se deve por três principais motivos (i) a existência de outros mecanismos para preservar a independência desse órgão através do número mínimo de membros independentes; (ii) a possibilidade prevista em lei de que os conselheiros sejam pessoalmente responsabilizados; e (iii) o caráter mais técnico das atividades do CA.

As normas ***já garantem a neutralidade desse órgão através de números mínimos de conselheiros independentes.*** Este é o caso das melhores práticas de governança, e especificamente no inc. I do art. 28 da Res. CVM 135 para as entidades administradoras.

Os princípios aplicáveis já exigem mecanismos de *disclosure* de situações de potencial conflito de interesses e responsabilidade em caso de omissão.

Diferentemente do aplicável aos sócios, **a atuação dos conselheiros é passível de responsabilização pessoal**²⁴. Neste sentido, há fortes incentivo à atuação neutra e individual, e principalmente: a capacidade de *enforcement* regulatório no caso de atuação sem neutralidade.

Os conselheiros têm como principal atribuição direcionar a administração das empresas, perseguindo os interesses de negócio dos acionistas. Por essa razão que a própria CVM exige que os membros do CA²⁵ de entidades administradoras tenham conhecimento técnico:

“Res. CVM 135. Art. 24. Os administradores devem ser pessoas naturais, ter reputação ilibada, bem como experiência e capacidade técnica necessárias para a execução das responsabilidades que lhes são atribuídas.”

Além disso, é comum que na construção desse perfil de conhecimento técnico os conselheiros tenham relações prévias ou atuais com outras instituições que sejam ou podem vir a ser participantes da entidade administradora.

Por conta disso, de um caráter preponderantemente técnico, é que se entende que esse órgão e eventuais relações de seus membros comprometem menos a neutralidade de que a Verticalização em si – desde que preservados mecanismos adequados (conforme propomos no item 4).

Além disso, o perfil técnico dos conselheiros é essencial, desejado e previsto em normas, mas pode ser inviabilizado se proibições demasiadamente restritivas não considerarem o perfil dos conselheiros disponíveis na prática.

Por conta desses motivos, entendemos que a previsão do art. 28, inc. II pode ser mantida conforme a redação vigente, sem os ajustes propostos na Minuta.

5. Mudança no fluxo de atualização de normativos

Outra proposta da Minuta é mudar o fluxo aplicável para a autorização de mudanças nos normativos das entidades administradoras de mercados organizados e das centrais depositárias. Com a medida, a CVM somente necessitaria aprovar previamente as mudanças “materialmente significativas”.

A CERC é favorável a mudança proposta, uma vez que dá eficiência ao trabalho realizado pela fiscalização e simplifica o cotidiano das IMFs com relação a esses normativos, sem prejuízos materiais ao mercado.

Além disso, é positivo que a CVM coordene seu trabalho com os modelos de governança adotados pelo BCB, sempre na medida do aplicável. Esse esforço tende a ser revertido numa eficiência nos custos de observância de entidades que tenham autorização por ambos os reguladores, como é o caso para diversas entidades hoje em dia. A medida também antecipa um cenário de mais uniformização regulatória esperado pela aprovação da Lei de Infraestruturas de Mercado Financeiro.

²⁴ Art. 158 da Lei das S.A.

²⁵ O termo “administradores” do art. 24 se aplica aos membros do CA por força do art. 23 da mesma regra.

6. Quadro de Sugestões (separado)

Minuta	Proposta CERC	Justificativas
<p>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.</p>	<p>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.</p>	
<p>§ 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.</p>	<p>§ 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, e entidades cuja atuação coordenada pode implicar em benefícios próprios ao nicho, segmento ou modelo de negócio operado.</p>	<p>Garantir critério concorrencialmente adequado para considerar participantes em conjunto, que ainda que concorrentes podem atuar em defesa de um determinado interesse ou modelo de negócio.</p>
<p>§ 2º São também considerados, para fins do cômputo do percentual de participação previsto no caput:</p>	<p>§ 2º São também considerados, para fins do cômputo do percentual de participação previsto no caput:</p>	

I - classes de ações às quais seja atribuído voto plural, se houver;	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;	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	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	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 administr	§ 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 administr	
Art. 45. Na análise sobre a concessão da autorização de que trata o art. 44, a CVM deve considerar, no mínimo:	Art. 45. Na análise sobre a concessão da autorização de que trata o art. 44, a CVM deve considerar, no mínimo:	

<p>I - o cumprimento dos requisitos estabelecidos nesta Resolução em relação ao controlador de entidade administradora de mercado organizado;</p>	<p>I - o cumprimento dos requisitos estabelecidos nesta Resolução em relação ao controlador de entidade administradora de mercado organizado;</p>	
<p>II - a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro;</p>	<p>II - a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro;</p>	
<p>III - a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional;</p>	<p>III - a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional;</p>	
<p>IV - o oferecimento de condições satisfatórias e equitativas para a participação dos investidores locais e o acesso de participantes residentes no País; e</p>	<p>IV - o oferecimento de condições satisfatórias e equitativas para a participação dos investidores locais e o acesso de participantes residentes no País; e</p>	
<p>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.</p>	<p>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.</p>	

	<u>VI – Impactos potenciais, diretos e indiretos, da aquisição societária na concorrência no segmento da entidade administradora de mercado organizado, e na concorrência do sistema de distribuição.</u>	<u>Formalizar que impactos concorrenciais sejam considerados pela CVM.</u>
	<u>Parágrafo primeiro. Em se verificando a hipótese no inciso V do caput, a autorização será precedida de Análise de Impacto Regulatório pela CVM e abertura para a tomada de eventuais manifestações do mercado, para a verificação das condicionantes do parágrafo segundo.</u>	<u>Garantir análise apurada dos impactos, inclusive com a possibilidade de participação do mercado, para que a tomada de decisão sobre aquisição societária seja bem instruída.</u>
Parágrafo único. Em se verificando a hipótese prevista no inciso V do caput , a autorização deve estar condicionada, no mínimo, à implementação, pela entidade administradora de mercado organizado, de:	Parágrafo único <u>segundo</u> . Em se verificando a hipótese prevista no inciso V do caput , a autorização deve estar condicionada, no mínimo, à implementação, pela entidade administradora de mercado organizado, 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;	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,	II - mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, vedada a existência de administradores,	

<p>vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante;</p>	<p>empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante;</p>	
<p>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</p>	<p>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</p>	
<p>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.</p>	<p>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.</p>	
	<p><u>V - a divulgação, pelos participantes que detenham percentual acionário, dos volumes operacionais operados na respectiva entidade administradora, que não pode corresponder a mais de 40% do total das operações do participante, sob penas da CVM e da Autorregulação.</u></p>	<p>Garantir que Participantes não concentrem suas operações em IMFs Verticalizadas.</p>

	<u>V - comprovação de mecanismos adicionais da Autorregulação para a fiscalização dos participantes que figurarem como sócios.</u>	Garantir implementação prática dos controles informados.
	<u>VI - a elaboração e divulgação periódica de relatórios de auditoria externa a respeito dos mecanismos dispostos neste parágrafo.</u>	Garantir implementação prática dos controles informados.
	<u>Parágrafo terceiro. Qualquer pedido de dispensa ou flexibilização levado à análise da CVM observará limitações temporárias.</u>	Antever a solicitação de waivers pelo mercado.
	<u>Parágrafo quarto. A CVM poderá, a qualquer tempo, desautorizar a aquisição de capital, se verificada a inadequação dos mecanismos de que trata parágrafo segundo.</u>	Garantir que a CVM terá possibilidade de revisitar a decisão, em caso de problemas.

Art. 28. II - participantes, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não podem manter vínculo com membro do conselho de administração.	Exclusão do artigo proposto para manter a redação vigente na Res. 135.	Medidas acima já buscam de maneira mais efetiva prevenir problemas concorrenciais.
---	--	--

