



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

EDITAL DE CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 06/23

Prazo: 15 de março de 2024

Objeto: Participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados e aprimoramentos à Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022.

1. Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete a consulta pública, nos termos do art. 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, Minuta de Resolução (“Minuta”) que tem por objetivo aprimorar a regulamentação aplicável às entidades administradoras de mercados organizados (“entidades administradoras”). As principais alterações propostas focam em flexibilizar as restrições aplicáveis à aquisição de participação no capital social de entidades administradoras, dando continuidade ao tema tratado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/19.

A Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (“Resolução CVM nº 135”), disciplina o tema da participação no capital social de entidades administradoras nos arts. 44, 45, 46, 152 e 154¹, essencialmente. Em linhas gerais, a regra do art. 44 estabelece que a aquisição de participações superiores a 15% do capital social com direito a voto de entidades administradoras depende de autorização prévia da CVM, ao passo que o art. 45 veda a detenção de mais de 10% do capital social com direito a voto por participante de mercado organizado sob responsabilidade da respectiva entidade administradora. Caso o disposto nos arts. 44 e 45 seja descumprido, o art. 46 determina que deve haver limitação nos direitos de voto inerentes às participações no capital social que excederem o percentual de 15%, e que tal limitação deve ser estabelecida no estatuto social da entidade administradora.

Nos casos de entidades administradoras de mercado de balcão organizado, o art. 152 afasta as limitações previstas nos arts. 44 e 45, desde que observados requisitos destinados a assegurar o tratamento de conflitos de interesse, a segregação de atividades e o poder de polícia da CVM sobre acionistas, administradores e participantes. Os incisos I a V do art. 154 estabelecem os aspectos que devem ser considerados pela CVM ao exercer a prerrogativa de fixar limites ao exercício do direito de

¹ Comandos similares estavam presentes nos arts. 33, 34, 35, 101 e 103 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, revogada pela Resolução CVM nº 135, de 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

voto de entidade administradora de mercado de balcão organizado, bem como aplicar requisitos de independência aos administradores da entidade administradora.

Conforme consignado no relatório² de audiência pública que embasou a edição da Resolução CVM nº 135, a CVM pretendia avaliar a possibilidade de flexibilizar as restrições à aquisição de participação no capital social de entidades administradoras. Para subsidiar esses estudos, no mesmo ano da edição da norma foram solicitadas contribuições técnicas³ a entidades administradoras, infraestruturas do mercado financeiro, intermediários e autorreguladores em relação ao tema, em particular nos seguintes aspectos:

- Pertinência da manutenção do regime atual de limitar a posição que um participante de mercado organizado pode deter no capital social votante da entidade que administra mercado organizado em questão;
- Adequação do limite de 10% vigente em tais casos, com indicação de eventual percentual alternativo considerado adequado e o critério utilizado para determiná-lo; e
- Introdução de mecanismos para mitigar conflitos de interesse decorrentes de eventual flexibilização.

Ao comentar o percentual de participação no capital social com direito a voto de entidade administradora que poderia ser detido por um participante, ou seja, por pessoa autorizada a operar em mercados organizados mantidos pela entidade administradora, as contribuições técnicas recebidas não foram uníssonas. A maioria das contribuições sinalizou que a limitação prevista no art. 45 da Resolução CVM nº 135 não deve ou não precisa ser mantida em sua forma atual, e os caminhos alternativos apresentados podem ser sintetizados conforme segue:

- Manutenção do art. 45, que impõe limite de participação aplicável aos participantes de mercado organizado de bolsa, com possível elevação do percentual de 10% que atualmente pode ser detido;

² P.57 do Relatório de Audiência Pública, disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0919_Relatorio_.pdf

³ Dentre o amplo rol de destinatários convidados a se manifestar, as entidades que apresentaram contribuições técnicas, por ordem alfabética, foram: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); BBCE – Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia S.A. (“BBCE”); BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“BTG”); CRT4 – Central de Registro de Títulos e Ativos S.A. (“CRT4”); CSD BR - Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. (“CSD BR”); e XP Investimentos S.A. (“XP”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- Substituição da vedação prevista no art. 45, imposta a participantes de mercados organizados, por um limiar a partir do qual haveria necessidade de autorização prévia pelo regulador, nos moldes do previsto no art. 44, com reforço na governança da entidade administradora e na transparência sobre posições relevantes detidas; e
- Revogação dos arts. 44 e 45 e adoção, nos mercados organizados de bolsa, de requisitos e regras de conduta similares aos aplicáveis aos mercados de balcão organizado, previstos no art. 152, 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.

A presente consulta pública abre ao público em geral a oportunidade para submeter comentários sobre a Minuta. Este edital não se propõe a esgotar todos os temas da Minuta, mas a expor os principais pontos a serem considerados por aqueles que desejarem apresentar contribuições. A Seção 2 deste edital apresenta um comparativo sobre o tratamento despendido por jurisdições selecionadas quanto à participação no capital social de entidade administradora, e a Seção 3 trata das propostas da CVM de alteração às regras vigentes sobre o tema. A Seção 4 explora o tema correlato da participação de entidade administradora no capital social de participantes de mercado organizado, e a Seção 5 versa sobre questões adicionais a serem aprimoradas na Resolução CVM nº 135. Por fim, a Seção 6 fornece instruções para submissão de comentários a este edital de consulta pública.

2. Comparativo internacional

Em 2006, a Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (“IOSCO”) divulgou relatório intitulado *Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution*⁴, em resposta ao movimento de desmutualização de entidades administradoras e conseqüente transformação em entidades com fins lucrativos.

O relatório traçou o panorama das medidas regulatórias adotadas pelas jurisdições-membro àquela altura para lidar com os desafios e conflitos de interesses decorrentes da transformação de entidades administradoras em entidades com fins lucrativos. No recorte das limitações à participação no capital social das entidades administradoras, que é o objeto principal deste edital, as principais medidas adotadas foram:

⁴ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

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.

No contexto de 2006, os reguladores de mercado de capitais que responderam ao questionário utilizavam uma ou mais dessas medidas, por exigência legal ou regulatória, antes mesmo da entrada em vigor do MiFID I⁵ na União Europeia.

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 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.

Na atualidade, a abordagem regulatória das jurisdições pesquisadas não é uniforme. Alguns reguladores estabelecem a necessidade de notificação ou autorização prévia para participações que excedam determinado limiar, ao passo que outros impõem limites de participação no capital social de entidades administradoras, podendo haver limites específicos para determinados tipos de investidor, conforme Tabela 1 a seguir.

⁵ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos mercados de instrumentos financeiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Tabela 1

Jurisdição	Participação no capital social de entidade administradora	Base legal/regulatória
Alemanha	Autorização do regulador para deter participação de 10% ou mais do capital social ou dos direitos de voto. Autorização do regulador sempre que ultrapassados os limites de 20%, 33% ou 50% de participação no capital social ou dos direitos de voto, ou quando o controle acionário for assumido.	<i>German Stock Exchange Act (Börsengesetz)</i> , seção 1 (“ <i>General Provisions on Exchanges and Their Organs</i> ”), §6º ⁶ ; Regulation EU 575/2013, Article 4, 1, (36) ⁷ .
Argentina	Limite de 20% de participação no capital social. Notificação ao regulador sempre que houver aumento líquido de participação a partir do limiar de 2%.	Artigos 7º e 8º do Título VI, Capítulo I (Mercados) das Normas da <i>Comisión Nacional de Valores</i> . ⁸
Austrália	Limite de 15% de participação no capital social	<i>Section 792A of the Corporations Act 2001</i> ⁹ , em provisão sobre <i>widely held market body</i> , cujo limiar de controle atual é de 15%
Canadá (Ontário)	Autorização do regulador para deter participação de 5% ou mais do capital social com direito a voto.	Regra 21.11 do <i>Securities Act</i> ¹⁰ de Ontário
Chile	Limite de 10% de participação aplicável aos participantes das bolsas de valores (intermediários).	Artigo 40, inciso 5 da <i>Ley Nº 18.045 del Mercado de Valores</i> ¹¹ .

⁶ https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/_6.html

⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013R0575>

⁸ <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Content/assets/files/TOC2013.pdf>

⁹ https://www.legislation.gov.au/Details/C2019C00216/Html/Volume_4#_Toc13833250

¹⁰ <https://www.ontario.ca/laws/statute/90s05#BK2>

¹¹ <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29472>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Estados Unidos	Limite de 20% de participação direta ou indireta no capital social com direito a voto, ou nos direitos de voto, aplicável a participantes.	<i>SEC Regulation SE, Rule 834 (a), (b) e (c)</i> ¹² , em relação a <i>SBSEF</i> e <i>SBS Exchanges</i> ¹³ . Em relação às <i>National Securities Exchanges</i> a SEC também impõe limite similar de 20% na posição acionária e nos direitos de voto de participantes.
França	Notificação à entidade administradora, que comunicará à <i>Autorité des Marchés Financiers</i> (AMF), caso investidor adquira 10% ou mais do capital social ou dos direitos de voto, ou se assumir controle acionário. Notificação adicional sempre que a posição acionária ultrapasse os limiares de 20%, 33%, 50% ou 66% de participação no capital social ou dos direitos de voto. Autorização prévia do Ministro da Economia da França, mediante a recomendação da AMF, para poder assumir controle acionário de uma entidade administradora.	Artigos L421-9 (<i>Partie législative</i>) ¹⁴ e D421-8 (<i>Partie réglementaire</i>) ¹⁵ , do <i>Code Monétaire e Financier</i> .
Índia	Limite de 5% de participação, aplicável a investidores em geral. Limite de 15% de participação, aplicável a investidores específicos: outras entidades administradoras, depositários centrais, companhias de seguros e instituições financeiras públicas. Vedação a que pessoas não-residentes na Índia sejam titulares de mais de 49% do capital social, individualmente ou em conjunto.	<i>Securities Contracts (Regulation) (Stock Exchanges and Clearing Corporations) Regulations, 2018</i> , alterada em 2022 ¹⁶ .

¹² <https://www.sec.gov/files/rules/final/2023/34-98845.pdf>

¹³ SBSEF: Securities-based swap execution facilities; SBS Exchanges: Securities-based swap exchanges.

¹⁴ https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000032786117

¹⁵ https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000006640970

¹⁶ <https://www.sebi.gov.in/legal/regulations/aug-2022/securities-contracts-regulation-stock-exchanges-and-clearing-corporations-regulations-2018-last-amended-on-august-12-2022-62179.html>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Japão	Limite de 20% nos direitos de voto no capital social, por determinação legal. O limite é reduzido para 15% caso o regulador considere que existam fatos que possam influenciar materialmente as políticas financeiras ou operacionais da entidade administradora. Notificação ao regulador caso a participação detida supere limiar de 5%.	<i>Articles 103-2, 106-14 e 106-15 do Financial Instrument and Exchange Act¹⁷</i>
México	Limite de 10% na participação no capital social, por determinação legal, podendo a <i>Secretaría de Hacienda y Crédito Público</i> autorizar, de forma excepcional, um percentual maior.	Artigos 237 e 239 da <i>Ley del Mercado de Valores</i> ¹⁸
Reino Unido	Autorização prévia da <i>Financial Services and Markets Authority (FSA)</i> para poder adquirir 20% ou mais do capital social ou dos direitos de voto. Autorização prévia da FSA para poder aumentar a participação no capital social ou nos direitos de voto para mais de 50%.	<i>Part XVIII, Chapter 1A, sections 301A, 301D e 301F da Financial Services and Markets Act 2000</i> ¹⁹ .

3. Alterações às regras que versam sobre participação no capital social de entidade administradora

3.1. Argumentos favoráveis à supressão de limite específico para participantes

Diversas manifestações recebidas nas contribuições técnicas foram favoráveis à revogação do art. 45 da Resolução CVM nº 135, eliminando a limitação a que participantes²⁰ detenham mais de 10% do capital social com direito a voto de entidades administradoras nas quais sejam pessoas autorizadas a operar. Os principais caminhos alternativos propostos foram:

a) manutenção da necessidade de autorização prévia da CVM para aquisição de participação no capital social com direito a voto da entidade administradora a partir de determinado limiar, independentemente de o adquirente ser participante, nos moldes do previsto no art. 44 da Resolução CVM nº 135, com introdução de novos deveres de transparência e de conduta à entidade administradora destinados a lidar com potenciais conflitos de interesses; e

¹⁷ <https://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>

¹⁸ <https://mexico.justia.com/federales/leyes/ley-del-mercado-de-valores/titulo-ix/capitulo-ii/seccion-i/>

¹⁹ <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/part/XVIII/chapter/1A>

²⁰ Incluindo controladores diretos e indiretos, controladas, coligadas e pessoas submetidas a controle comum, direto ou indireto, nos termos do inciso II do art. 45 da Resolução CVM nº 135.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

b) revogação de ambos os artigos 44 e 45, sendo substituídos por sistemática similar à estabelecida no art. 152 da Resolução CVM 135 para os mercados de balcão organizado, em que se exige que a entidade administradora estabeleça:

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 de atividades, com vedação à existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora e ao participante; e

iii) instrumentos legais que assegurem o exercício do poder de polícia da CVM sobre os acionistas, administradores e participantes.

Na esfera legal, argumentou-se que um dos princípios norteadores da Lei de Liberdade Econômica²¹ (“LLE”) é que a intervenção estatal sobre o exercício das atividades econômicas deve ser subsidiária e excepcional. À luz da LLE o regulador deve preferir medidas menos intervencionistas ao perseguir seus objetivos regulatórios, e a imposição de restrição à participação no capital social de entidades administradoras resultaria em intervenção estatal que privilegia determinada composição acionária em detrimento de outras possíveis, que também seriam, em tese, capazes de financiar o desenvolvimento de um mercado organizado íntegro, competitivo e eficiente.

Adicionalmente, as contribuições técnicas sustentam que a opção pela via de maior intervenção estatal, positivada no art. 45 da Resolução CVM nº 135, não impediria, por si, a materialização de conflitos de interesses, já que um participante que intermedeie parte relevante do volume negociado poderia, em tese, influenciar decisões comerciais ou de autorregulação, caso os controles e mecanismos de governança da entidade administradora sejam insuficientes ou venham a falhar.

No âmbito infralegal, os principais argumentos favoráveis à revogação do art. 45 da Resolução CVM nº 135 versam sobre a) a redução das barreiras de entrada à concorrência entre entidades administradoras; b) o alto grau de maturidade do mercado de capitais brasileiro para lidar com potenciais conflitos de interesses; e c) a assimetria regulatória entre os mercados organizados de bolsa e de balcão.

²¹ Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No eixo da redução às barreiras de entrada à concorrência entre entidades administradoras, os limites à participação no capital social de entidades administradoras restringiriam as alternativas de capitalização de novas entidades administradoras, configurando mais um elemento a dificultar o surgimento de entidades administradoras para concorrer com a incumbente. Além de prejudicar o acesso a capital, a limitação à participação de pessoas autorizadas a operar impediria, ainda, que participantes atuassem como acionistas relevantes, ou mesmo controladores, sendo que os participantes tendem a ser entidades formadas por pessoas com vasto conhecimento e experiência no funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários.

No que respeita ao grau de maturidade do mercado de capitais brasileiros para lidar com potenciais conflitos de interesses, é certo que a CVM se utiliza de mecanismos fundados na transparência e nas regras de governança para lidar com potenciais conflitos de interesses, com o que é o caso da Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. A solução adotada não foi a imposição de vedações, optando-se por estabelecer deveres informacionais acerca de potenciais conflitos de interesses, bem como regras de conduta destinadas à identificação, prevenção e tratamento de eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários.

Na própria Resolução CVM nº 135 há exemplos da abordagem em comento, conforme salientado nas contribuições técnicas recebidas. A gestão de potencial conflito de interesses na autolistagem não é tratada com vedação à prática, e sim por meio de regras destinadas a identificar, mitigar ou eliminar os conflitos de interesses. No recorte da autorregulação, as contribuições técnicas trazem, como exemplo dessa abordagem, a relação entre a BSM e os participantes do mercado organizado para o qual a BSM presta serviços de autorregulação. Dado que o conselho de autorregulação pode contar com até 1/3 (um terço) de membros não independentes, e que, portanto, podem ser profissionais que trabalhem ou prestem serviços para participantes, as regras de conduta da entidade administradora e o regimento interno do conselho de autorregulação devem disciplinar as hipóteses de impedimento de seus membros em função de conflitos de interesses. Nesse sentido, vedações deveriam se restringir a situações em que um conflito de interesses não seja passível de receber tratamento adequado.

Por fim, os argumentos favoráveis à supressão de limite específico para participantes questionam a pertinência de se manter a assimetria regulatória entre os mercados organizados de bolsa e de balcão, no que concerne à participação no capital social de entidade administradora. Defendem que os participantes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de ambos os tipos de mercados organizados possam deter participações acionárias ilimitadas nas entidades que administram os respectivos mercados, desde que, na linha do atual art. 152 da Resolução CVM nº 135, estabeleçam regras e procedimentos de governança compatíveis para identificar, prevenir e tratar conflitos de interesses.

3.2. Argumentos contrários à supressão de limite específico para participantes

O regramento da Resolução CVM nº 135 aplicável aos participantes de mercados organizados é composto por dispositivos que versam, sinteticamente, sobre:

- critérios para admissão, considerando estrutura organizacional, controles internos, recursos humanos e materiais, e idoneidade e aptidão profissional de seus representantes;
- regras de permanência, incluindo hipóteses de suspensão e exclusão;
- igualdade de acesso e respeito à concorrência;
- normas de conduta a serem elaboradas pela entidade administradora para assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado organizado e a manutenção de elevados padrões éticos; e
- fiscalização e supervisão por meio dos órgãos de autorregulação.

As posições contrárias à supressão de limites específicos para participantes argumentam que a amplitude dos deveres atribuídos às entidades administradoras com relação aos participantes evidencia a necessidade de preservação da entidade administradora contra a ingerência excessiva de seus participantes, de modo a proteger o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados. Como medida mitigadora para o risco da influência deletéria, seria desejável manter limites específicos aplicáveis a participantes em relação à participação que pode ser detida no capital social de entidades administradoras.

A ingerência excessiva e os potenciais conflitos de interesses já haviam sido apontados no edital de audiência pública SDM nº 06/07, que culminou na edição da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007:

“Já para as pessoas autorizadas a operar, impõe-se a vedação absoluta, sem previsão de afastamento pela CVM, para aquisição de participação superior a 10% do patrimônio ou capital social (art. 34). Ao propor regras diferentes e mais restritivas nesta hipótese, a Minuta reconhece que os conflitos de interesses envolvendo as pessoas autorizadas a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

operar nos mercados supervisionados pelas entidades administradoras podem ser mais danosos, e mais difíceis de disciplinar, do que os envolvendo as demais pessoas. O risco aqui seria o de que determinada pessoa que opere no mercado pudesse utilizar sua participação societária para colocar entidade administradora a seu serviço, colocando barreiras à concorrência com outros intermediários e prejudicando, nessa medida, os interesses dos investidores e o interesse público no bom funcionamento do mercado. (...)”

Os argumentos são construídos sobre a ideia de que tais conflitos de interesses potenciais, apontados em 2007, persistem na configuração atual do mercado de valores mobiliários. Dependendo da proporção da participação acionária mantida, o participante poderia exercer influência sobre as decisões operacionais e institucionais da entidade administradora, abrangendo tanto a formulação e aplicação das regras de funcionamento do mercado organizado, como as decisões sobre criação, alteração e extinção de produtos e serviços. Dentre as maneiras pelas quais a busca por interesses particulares pode se manifestar, as contribuições técnicas destacam os casos em que o participante-acionista:

- delibera de forma contrária a propostas que, mesmo benéficas ao mercado, não se alinham aos seus próprios interesses;
- viabiliza a concessão de privilégios a acionistas específicos ou clientes selecionados, tais como menor latência no acesso a dados;
- acessa informações comercialmente sensíveis de outros participantes do mercado organizado; e
- obtém informações, em primeira mão, sobre ofertas apregoadas no livro de negociação.

A verticalização da entidade administradora incumbente também poderia ser explorada por um participante-acionista que detivesse posição relevante no capital social. Valendo-se de sua influência sobre a entidade administradora, o participante poderia, em tese, acessar dados sobre a base de clientes de seus concorrentes que constem do depositário central e da câmara de compensação e liquidação, dada a obrigatoriedade de identificação do comitente final na jurisdição brasileira.

Adicionalmente, a supressão do limite específico para participantes poderia precipitar a constituição de um mercado organizado de bolsa administrado por um único participante, ou grupo de participantes, detentores do capital social da entidade administradora, potencializado o risco de favorecimento comercial dos participantes-acionistas em detrimento dos demais participantes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As contribuições técnicas trouxeram exemplos adicionais em que o favorecimento comercial poderia se materializar. Uma delas seria o caso das **flash orders** realizadas por alguns participantes no mercado norte-americano, que ocorrem quando uma entidade administradora permite que algoritmos recebam um pedaço do fluxo de ordens por uma fração de segundo antes do restante do mercado. A prática causa preocupação por não permitir acesso igualitário a todos os participantes aos dados de mercado, e tem potencial de prejudicar ou até desincentivar participantes a divulgarem suas operações. Outro caso similar de favorecimento comercial ocorreria em **dark pools**, em que seria assegurado acesso mais rápido aos dados de mercado para determinados clientes e participantes, conferindo, assim, vantagem competitiva.

Por fim, foi suscitada situação de potencial conflito de interesses que diz respeito ao dever de melhor execução (**best execution**), disciplinado no art. 20²² da Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021. Em cenário de flexibilização dos limites de participação no capital social de entidades administradoras, as contribuições técnicas apontam o risco de que um participante arbitre os valores das taxas de corretagem, de forma a direcionar o fluxo de negócios de seus clientes para mercado organizado administrado por entidade administradora na qual detém participação societária e que, portanto, lhe é favorável.

Embora o argumento reconheça que a adoção de taxas de corretagem variadas não representaria necessariamente uma violação à regra de melhor execução, especialmente à luz do critério de desembolso total pela operação, alega-se que tal prática poderia criar distorções e se revelar danosa ao mercado, desequilibrando a competição entre mercados organizados.

A medida proposta nas contribuições técnicas para lidar com a potencial distorção seria um ajuste na regra de melhor execução, para que considere o custo total de execução de forma equânime entre os mercados organizados. Argumenta-se que deveria ser obrigatório que as taxas de corretagem sejam

²² Art. 20. O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

§ 1º Ressalvado o disposto no §2º, na aplicação dos critérios relacionados no **caput** para aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, conforme regulamentação específica, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor.

§ 2º Quando houver instrução específica, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

equivalentes nos diversos mercados organizados em que o intermediário seja participante, de maneira que não haja direcionamento artificial do fluxo do investidor.

Dados os potenciais conflitos de interesses incrementais, os argumentos contrários à flexibilização ou eliminação da limitação específica para participantes pontuam que seria requerido aumento no esforço de supervisão pelo regulador, acarretando elevação no custo regulatório sobre as entidades administradoras, e incremento na demanda sobre os recursos humanos e materiais do regulador.

3.3. Proposta de alteração normativa

A partir do comparativo internacional, dos argumentos e sugestões trazidos pelas contribuições técnicas, e tomando por base a experiência da Autarquia em processos de autorização e de supervisão de entidades administradoras, a CVM propõe alterações às regras que versam sobre participação no capital social de entidade administradora. As principais alterações são:

a) substituição da limitação absoluta aplicável a participantes, previsto na redação corrente do art. 45, pela sistemática de definição de limiar de participação a partir do qual se precipita o dever de buscar aprovação do regulador, similar ao previsto atualmente no art. 44;

b) adoção de limiar único de 15%, aplicável a participantes e não-participantes que pretendam adquirir participação no capital social de entidade administradora; e

c) inclusão de condicionantes mínimas à aprovação prévia pela CVM nos casos de aquisição de participação em capital social de entidade administradora por participante do mercado organizado de bolsa.

Aumentos de participação que impliquem tomada de controle de entidade administradora por participante também deverão ser precedidos de autorização do regulador, incorporando à regulamentação brasileira prática observada em diversas jurisdições.

Para incorporar tais mudanças, a Minuta propõe que os arts. 44 e 45 sejam reformulados. O novo art. 44 estabelecerá o limiar de 15% que dispara 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 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Dentre os fatores a serem considerados pela CVM na autorização prévia, destacam-se as medidas destinadas a reforçar a governança da entidade administradora para que esteja apta a conviver com participantes detentores de 15% ou mais do capital social ou dos direitos de voto, em linha com o disposto na redação atual do parágrafo único do art. 152.

Caso um participante do mercado organizado seja acionista relevante da entidade administradora, entendido como aquele que detenha 15% ou mais do capital social com direito a voto, será exigido da entidade administradora que implemente procedimentos, regras e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses entre a atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, bem como de mecanismos de segregação das atividades, sendo vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora e ao participante.

Por fim, o estatuto da entidade administradora deve contemplar regras a respeito da limitação ao exercício de direito de voto do participante-acionista em deliberações relacionadas a si ou a outros participantes.

Ressalta-se a alteração proposta ao inciso II do art. 28 da Resolução CVM nº 135, que atualmente impede que um participante de mercado organizado mantenha vínculo com mais de um membro do conselho de administração da entidade administradora.

Em vista da eliminação do limite de participação no capital social das entidades administradoras por participantes, e adoção da sistemática de aprovação prévia em caso de superação do limiar de 15%, a CVM considera prudente adotar salvaguarda objetiva para fins de prevenção de conflitos de interesse no Conselho de Administração da entidade administradora. Na nova abordagem proposta, participantes não poderão manter vínculo com nenhum membro do Conselho de Administração, independentemente do percentual de participação detido no capital social da entidade administradora. O Conselho de Administração seguirá podendo contar com membros não-independentes, que só não poderão manter vínculo com quaisquer participantes dos mercados organizados.

Como medida adicional de preservação do adequado funcionamento dos mercados organizados, o dever da entidade administradora de manter o equilíbrio entre interesses próprios e o interesse público, conforme previsto no **caput** do art. 14 da Resolução CVM nº 135, passa a ser aplicável também aos acionistas relevantes. O descumprimento por acionista relevante será considerado infração grave, da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mesma forma que atualmente se considera infração grave a violação, por entidade administradora, do disposto no **caput** do art. 14.

A CVM acredita que, nos termos propostos na Minuta de Resolução, é possível atender à demanda pela flexibilização das regras atinentes à participação no capital social de entidade administradora por participante do mercado organizado, preservando e complementando as salvaguardas que sustentam o acesso e o tratamento equitativo de participantes, bem como o adequado funcionamento dos mercados organizados. Nada obstante, a Consulta Pública representará nova oportunidade para que sejam apresentados argumentos contrários ou favoráveis à avaliação feita pela Autarquia sobre o tema e sobre eventuais ajustes e contrapesos à flexibilização proposta.

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

Dentre as contribuições técnicas recebidas, consta argumento de que eventual revisão no limite estabelecido no art. 45 deveria vir acompanhada de reavaliação do comando previsto no art. 13 da mesma Resolução CVM nº 135, que impõe vedação a que entidade administradora participe no capital social de participante de mercado organizado por ela administrado.

A referida vedação já estava prevista na Instrução CVM nº 461²³, de 23 de outubro de 2007, e decorria do cenário de desmutualização da época de sua edição, momento em que a CVM optou por restringir o desenvolvimento de atividades que pudessem precipitar conflitos de interesses não antecipados pela regulamentação. A abordagem regulatória escolhida à época, disposta no art. 13 da Instrução CVM nº 461, se expressava em três frentes²⁴:

- a) Especificação das atividades adicionais que poderiam ser exercidas por entidade administradora, e exigência de autorização prévia da CVM para exercício de outras atividades que não constassem do rol;
- b) Permissão para participar no capital de terceiros, desde que estes desenvolvessem atividades conexas ou assemelhadas às da entidade administradora, ou que se tratasse de participações decorrentes da política de investimentos financeiros; e

²³ Art. 13, §2º da Instrução CVM nº 461, de 2007.

²⁴ A Resolução CVM nº 135 preservou, em essência, a mesma abordagem regulatória da Instrução CVM nº 461 a esse respeito, com ajustes pontuais de redação e com segregação dos comandos em artigos distintos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- c) Vedação à participação no capital de participantes dos mercados organizados sob responsabilidade da entidade administradora.

Segundo essa linha de argumentação trazida nas contribuições técnicas, caso a CVM entenda que o conflito de interesses entre as funções da entidade administradora e de seus participantes não mais justifica a limitação da participação de participante no capital social de entidade administradora, o conflito de interesses não deveria, por coerência, justificar a vedação a que entidades administradoras detenham participação no capital social de participantes. Sendo assim, se a CVM optar por suprimir ou modificar o limite de 10% previsto no art. 45 da Resolução CVM nº 135, deverá também rever a vedação do art. 13 da mesma norma.

Para além da manutenção da coerência, a contribuição técnica argumentou que a revisão da vedação do art. 13 poderia representar um contraponto desejável no cenário de flexibilização da limitação do art. 45. Postulou-se que, caso os participantes venham a ser autorizados a deter participação relevante no capital social com direito a voto de entidade administradora, poderia ser precipitado cenário de concentração que beneficiaria, sobretudo, intermediários de grande porte. Para contrapor essa tendência de concentração, a entidade administradora deveria poder investir no capital social de participantes, inclusive nos participantes de médio e pequeno porte, fomentando o aumento da capilaridade e da eficiência do sistema de distribuição.

No comparativo internacional, não foram identificados comandos legais ou regulamentares similares ao do art. 13 da Resolução CVM nº 135, que impede expressamente que uma entidade administradora detenha participação no capital social de participantes de seus mercados organizados. A abordagem alemã e canadense (Ontário) está estruturada sobre deveres de transparência e de conduta, notadamente na identificação, prevenção e tratamento de conflitos de interesse decorrentes de participação acionária dessa natureza que possam afetar o regular funcionamento dos mercados organizados. Na regulamentação francesa e britânica não foram identificados comandos que vedem ou imponham limites à prática em comento.

Por outro lado, há que se pontuar algumas questões relevantes em relação aos argumentos apresentados.

Ainda que participações no capital social de entidades administradoras por participantes, e vice-versa, suscitem diversas questões relacionadas a conflitos de interesses, ressalta-se que atualmente a Resolução CVM nº 135 trata cada caso de forma distinta. Enquanto o art. 13 impõe vedação absoluta à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

participação, por entidade administradora, no capital social de participante de mercado organizado, o art. 45 impõe limitação relativa, vedando a detenção, por participante de mercado organizado, de mais de 10% do capital social de entidade administradora.

Adicionalmente, a proposta de alteração normativa da CVM não se funda na percepção de que os conflitos de interesses não mais justificam a limitação da participação de participante no capital social de entidade administradora. A proposta de flexibilização do limite do art. 45 segue partindo da premissa de que há conflitos potenciais e aparentes em tais participações, e estabelece uma dinâmica de aprovação prévia pela CVM para participações que superem o limiar de 15%. Nesse sentido, caso a regulamentação passe a permitir que uma entidade administradora detenha participação no capital social de participantes de mercado organizado por ela administrado, precipita-se uma exponenciação de conflitos de interesses, com potencial prejuízo à equidade de acesso e de supervisão dos participantes, e à simetria de informações sobre ofertas e negócios disponibilizadas aos participantes.

No que tange ao alegado contraponto à tendência de concentração no mercado de intermediação de operações em mercados organizados, é fundamental manter em vista que o tema da concorrência nos serviços de intermediação, apesar de relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais, foge ao escopo deste projeto de alteração normativa, que foca no fomento à concorrência na prestação de serviços de administração de mercados organizados.

Ainda que a concorrência nos serviços de intermediação compusesse o escopo do projeto, a mera supressão da vedação à participação no capital social de participantes não asseguraria, por si, o aumento da concorrência, da capilaridade e da eficiência da intermediação, visto que as entidades administradoras estariam livres para deter participações no capital social de quaisquer participantes, inclusive daqueles de grande porte e com fatia de mercado significativa. O resultado, em tese, poderia ser a intensificação da concentração na intermediação, e não o contrário.

Não obstante o fato de a Minuta manter a abordagem regulatória vigente, a CVM tem interesse em receber comentários nesta Consulta Pública a respeito da abordagem vigente, em que há vedação a que entidades administradoras detenham participação no capital social dos participantes de seus mercados organizados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5. Outros aprimoramentos à Resolução CVM nº 135 e à Resolução CVM nº 31

Ainda que o foco primordial desta consulta pública recaia sobre a participação no capital social de entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, a CVM propõe o aprimoramento de outros tópicos não relacionados ao tema principal. Conforme detalhado a seguir, trata-se de propostas de melhoria fluxo operacional de aprovações e comunicações entre as entidades administradoras, os depositários centrais e a CVM, bem como de alteração na dinâmica de recursos interpostos à CVM em decisões denegatórias no âmbito de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”).

5.1 Aprovação prévia de outras atividades exercidas por entidades administradoras

O tratamento regulamentar da aprovação de outras atividades por entidades administradoras é disciplinado pelos artigos 11, 12 e 184 da Resolução CVM nº 135.

Em apertada síntese, o regime em vigor estabelece que o exercício das atividades elencadas nos incisos I a IV do art. 11 independe de prévia e expressa manifestação da CVM, e que o exercício de outras atividades pelas entidades administradoras deve ser precedido por autorização da CVM.

Por sua vez, o art. 12 traz limitações adicionais, restringindo a participação no capital de terceiros a sociedades que tenham atividades conexas ou assemelhadas, ou seja, os limites à exploração de outras atividades se aplicam não apenas ao seu exercício de forma direta pela entidade administradora, como também indireta, por meio de outras sociedades, controladas ou não.

Adicionalmente, por força do previsto no inciso II do art. 184 da Resolução CVM nº 135, a deliberação acerca do exercício das novas atividades é matéria sob competência do Colegiado da CVM, independentemente da natureza da nova atividade a ser exercida e de sua forma de exercício, quer diretamente pela entidade administradora, quer por meio de outras sociedades, controladas ou não.

Assim, nos últimos meses o regime acima sintetizado resultou na submissão ao Colegiado da CVM de casos de aquisição pela B3 de participação no capital social de três empresas, em operações de nível de risco baixo. Nos casos em comento, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) avaliou que os riscos decorrentes da operação haviam sido devidamente identificados e que os mitigadores desses riscos eram adequados, tendo destacado que restou atendido o requisito de segregação de atividades, previsto no art. 156 da Resolução CVM nº 135.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os casos ilustram situações recentes em que a SMI e o Colegiado da CVM apreciaram temas sobre os quais a necessidade de autorização prévia pouco contribuiu para uma maior segurança ao processo.

Nesse sentido, justifica-se uma alteração normativa pontual na Resolução CVM nº 135, que substitua a necessidade de autorização em todos os casos por uma notificação prévia, após a qual a SMI, em decisão fundamentada a cada caso específico, poderá condicionar o início da nova atividade ou a efetivação da aquisição societária à aprovação pelo Colegiado da CVM.

No que tange à aquisição de participação capital social de terceiros por entidade administradora, a nova abordagem proposta também possibilita flexibilizar o requisito de que a atividade desenvolvida por terceiros seja conexa ou assemelhada às atividades da entidade administradora, conforme atualmente exigido pelo **caput** do art. 12. Tal condição deixa de ser necessária uma vez que a participação no capital de terceiros só poderá ser adquirida se a atividade a ser desenvolvida seja de baixo risco para a entidade administradora, inclusive no que se refere a situações de possível conflito de interesses.

A intenção de participar no capital de terceiros deve ser notificada à CVM com antecedência mínima de 20 dias úteis, e neste período a CVM avaliará a manifestação do conselho de administração da entidade administradora atestando a observância das condições elencadas nas novas alíneas “a” a “c” do inciso V do art. 11, dentre elas a asseguarção de que se trata de atividade de baixo risco e de que há controles internos e estruturas adequados e suficientes para garantir a segregação de atividades.

A SMI poderá solicitar informações adicionais ou determinar a suspensão do início do exercício da nova atividade, caso a avaliação de risco da área técnica conclua pela necessidade de submissão da questão à deliberação do Colegiado, nos termos do atual inciso IV do art. 184 da Resolução CVM nº 135.

5.2 Aprovação prévia de normativos de entidades administradoras e de depositários centrais

Os arts. 180 a 184 da Resolução CVM nº 135 estabelecem a necessidade de autorização prévia da CVM para uma série de atos praticados por entidades administradoras, tais como alterações em normas de conduta e de funcionamento de mercados organizados, no estatuto social e no regimento interno da entidade administradora, e no regulamento processual do departamento de autorregulação, dentre outros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os dispositivos citados também regulamentam o procedimento aplicável à forma e ao conteúdo do pedido de aprovação prévia, os prazos para análise do pedido pela SMI, e os casos em que a autorização prévia deve ser objeto de deliberação pelo Colegiado da CVM.

Ainda que tenha sido salutar a introdução da disciplina constante do art. 184 da Resolução CVM nº 135, que exige a manifestação do Colegiado da CVM apenas quando as alterações promovidas pelas entidades administradoras abordam certas matérias, o fato é que a CVM tem recebido muitos pedidos de aprovação de mudanças que tratam de pontos meramente formais, sem efetivo impacto nas atividades das entidades administradoras. Para tratar cada um desses pedidos, a SMI aloca recursos escassos sem uma efetiva contrapartida em termos de supervisão e fiscalização dessas atividades.

Dessa forma, propõe-se uma pormenorização dos temas passíveis de aprovação prévia, de modo que apenas determinados documentos e alterações materialmente significativas devam ser previamente aprovados pela SMI ou pelo Colegiado da CVM, conforme o caso. As demais alterações promovidas por entidade administradora em documentos societários, políticas, planos de trabalho e afins seriam passíveis de notificação à SMI, que passaria a ter a responsabilidade de, quando for o caso e mediante decisão fundamentada, reagir à informação recebida e convolar a notificação em pedido de autorização.

Sistemática semelhante poderia ser aplicada às aprovações prévias exigidas de depositários centrais, conforme disposto no art. 15 da Resolução CVM n.º 31, de 19 de maio de 2021, bem como à aprovação dos modelos de contratos derivativos, disciplinada no Anexo Normativo II à Resolução CVM nº 135.

Ainda que não haja precedentes de utilização desse procedimento quanto às alterações em normativos de instituições atuantes no mercado de valores mobiliários supervisionadas pela CVM, nomeadamente as entidades administradoras de mercados organizados e os prestadores de serviços de depósito centralizado, o Banco Central do Brasil (“BCB”) adota essa abordagem há anos.

Desde 2001 o BCB segrega os casos de alterações em normativos que dependem de autorização prévia dos que são passíveis mera comunicação àquela Autarquia, conforme Regulamento²⁵ que disciplina o funcionamento dos sistemas operados pelas câmaras e pelos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que integram o Sistema de Pagamentos Brasileiro.

²⁵ Nos termos do art. 22 do Regulamento Anexo à Circular BCB nº 3.057, de 31 de agosto de 2001, bem como do §1º ao art. 22 introduzido pela Circular 3.980, de 30 de janeiro de 2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em abordagem análoga, a Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023, estabeleceu que dependem de autorização prévia do BCB as alterações nos sistemas do mercado financeiro e em seus regulamentos que representem risco relevante à sua segurança e eficiência, ou à solidez e ao normal funcionamento do Sistema de Pagamentos Brasileiro ou do Sistema Financeiro Nacional. A divulgação da lista exaustiva dos tipos de alterações que representariam tais riscos, e que, portanto, demandam autorização prévia do BCB, se deu por meio da edição de Instrução Normativa²⁶, em abril de 2023.

Em síntese, a CVM entende que a Resolução CVM nº 135 e a Resolução CVM nº 31 poderiam ser acrescidas de procedimento idêntico ao adotado pelo BCB, nos termos da Minuta de Resolução. Para tanto, seriam indicados os temas previstos nos normativos das entidades administradoras de mercados organizados e entidades prestadoras de serviços de depósito centralizado cujas alterações estariam sujeitas à aprovação prévia da CVM, reservando-se às demais alterações o procedimento de notificação à Autarquia.

5.3 Mudança no rito de Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos – MRP

O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”) tem por finalidade primordial assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de ação ou omissão de entidades participantes de mercado organizado de valores mobiliários, em relação à intermediação de operações realizadas em tais mercados ou ao serviço de custódia de valores mobiliários, nas hipóteses elencadas no art. 124 da Resolução CVM nº 135.

Nos dizeres do art. 125 da mesma Resolução, o MRP pode ser mantido pela própria entidade administradora ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para esse fim. O MRP da B3 é administrado pela entidade autorreguladora BSM Supervisão de Mercados (“BSM”).

A decisão de primeiro grau sobre reclamações formuladas ao MRP da B3 cabe ao Diretor de Autorregulação da BSM. As instâncias recursais cabem ao Conselho de Autorregulação da BSM, para recursos interpostos pelo participante reclamado, ou à CVM, em recursos apresentados pelo investidor reclamante. O recurso da decisão que tiver negado ressarcimento total ou parcial ao investidor será decidido pelo Colegiado da CVM ou pela SMI, conforme hipóteses elencadas no art. 132 da Resolução CVM nº 135.

²⁶ Nos termos do art. 21 da Instrução Normativa BCB nº 374, de 26 de abril de 2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O rito aplicável a recurso de decisão do MRP foi objeto de comentários de participantes da Audiência Pública SDM nº 09/19, no contexto da edição da Resolução CVM nº 135. Naquele momento diversos participantes da Audiência Pública pontuaram que a diferença nos ritos processuais aplicáveis a reclamados e reclamantes deveria ser eliminado, pois gerava um desequilíbrio processual injustificado que poderia culminar em inobservância do direito ao contraditório e à ampla defesa do reclamado. No entender dos participantes, todos recursos das decisões do MRP deveriam ser interpostos à CVM, independentemente de terem sido apresentados por reclamante ou reclamado.

Naquele momento, as sugestões não foram acatadas e optou-se por manter o rito vigente na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, em que apenas os recursos de reclamantes eram apreciados pela CVM, cabendo à BSM, no caso do MRP da B3, a análise de recursos de reclamados. O Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/19 registra que, à época, predominou o entendimento de que pode haver assimetria de conhecimento e de meios de defesa entre reclamados e reclamantes.

Ao analisar e julgar o recurso da decisão do MRP, a CVM pode determinar a realização de novas diligências, inclusive a tomada de depoimentos. Tais prerrogativas já existiam durante a vigência da Instrução CVM nº 461 e foram mantidas na Resolução CVM nº 135, e se coadunam com a hipótese de hipossuficiência relativa do reclamante, suscitada no Relatório de Audiência Pública SDM nº 09/19.

A experiência recente da CVM na apreciação de recursos de reclamantes sobre decisões denegatórias do MRP insta a Autarquia a considerar que a abordagem corrente pode ser passível de revisão e aprimoramento, conforme pormenorizado a seguir.

No intervalo compreendido entre os anos de 2021 e 2023, aproximadamente 15% das reclamações formuladas ao MRP foram objeto de pedido de recurso por parte dos investidores. Dos recursos apreciados pela CVM no mesmo período, cerca de 10% foram providos, integral ou parcialmente, revertendo a decisão denegatória da BSM. Se tais percentuais forem representativos da proporção entre recursos apresentados por investidores e recursos providos pela CVM, decorre que apenas 1,5% dos casos de reclamações ao MRP se beneficiam, diretamente, da existência de uma instância recursal na CVM, sob forma de reversão da decisão de primeira instância e aprovação do ressarcimento pleiteado.

Os efeitos indiretos da existência da instância recursal na CVM podem ser teoricamente formulados, ainda que haja desafios à mensuração. Ao apreciar e julgar recursos de reclamantes, a decisão da CVM firma entendimento sobre matérias e tende a balizar o julgamento dos pedidos de ressarcimento analisados pela BSM em primeira instância. Esse efeito é proeminente nos casos em que o mérito



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apreciado em sede de recurso envolva matéria de ampla repercussão, sobre a qual ainda não haja entendimento pacificado. Sendo assim, o percentual de reversão de decisões da BSM no âmbito do MRP tende, em tese, a convergir para valores baixos pelo próprio efeito de alinhamento provocado pelo regulador, justamente por conta da atuação da CVM na instância recursal.

O novo rito proposto para os recursos das decisões do MRP busca preservar o efeito indireto descrito acima, visto que se considera positivo que haja alinhamento nos temas já pacificados, e assegurar que a CVM seja instada a se posicionar quanto aos temas emergentes.

Quanto aos efeitos diretos, a saber, os casos de reversão de decisão denegatória do MRP, a apreciação de tais recursos pela CVM não tem contribuído significativamente para a persecução do objetivo regulatório de proteção dos investidores, visto que a atuação produz efeito sobre fração residual das reclamações e que os valores reclamados são usualmente inexpressivos.

Para produzir ganhos mínimos, medidos em termos de proteção do investidor, a CVM precisa direcionar recursos organizacionais escassos para alcançá-los, sob forma de servidores dedicados à análise de recursos ao MRP, horas de análise e de julgamento por membros do Colegiado e demais custos de manutenção da infraestrutura da Autarquia. Estima-se que os recursos públicos consumidos nessa atividade sejam significativamente superiores ao montante total de ressarcimentos determinados pela CVM na análise recursal.

Sendo assim, o interesse público parece não restar atendido de maneira eficiente, na medida em que o benefício decorrente da apreciação de recursos do MRP pela CVM é, no mínimo, bastante desproporcional ao custo incorrido pela Autarquia, e em última instância, pelo erário.

Em vista de tais ineficiências, a CVM percebe a oportunidade de uma revisão pontual do rito recursal vigente para que sejam liberados recursos organizacionais para o exercício de atividades com maior impacto positivo em termos de supervisão dos mercados organizados de valores mobiliários. Nesse sentido, a CVM propõe que a responsabilidade pela apreciação de recursos dos investidores reclamantes também 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.

Tomando por base o MRP da B3, que é o único caso de MRP em funcionamento no momento da elaboração deste edital, os recursos são analisados pelo Conselho de Autorregulação da BSM, um órgão composto por maioria de conselheiros independentes – dois terços, no mínimo, por exigência do art. 73



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da Resolução CVM nº 135. Com a alteração proposta na Minuta, caberá ao Conselho de Autorregulação da BSM, em decisão colegiada, a avaliação dos recursos apresentados tanto pela reclamada, o que já ocorre atualmente, quanto pelo reclamante, em substituição à CVM.

Cumprido ressaltar que a Resolução CVM nº 135 não determina que, em caso de constituição ou contratação de entidade para manter o MRP, esta tenha que ser a mesma entidade responsável pela autorregulação. É o caso observado na B3, por decisão da entidade administradora e pela trajetória histórica da autorregulação, mas não é uma imposição regulatória.

Entidades administradoras que venham a solicitar registro junto à CVM poderão optar por formatos diversos na manutenção de seus MRP, e a preservação dos objetivos regulatórios da CVM passa necessariamente pela análise e aprovação prévia do regulamento de cada MRP. Nesse sentido, a previsão de que haja decisão colegiada para julgamento de recursos ao MRP poderá ser um dos elementos exigidos pela CVM para aprovação do regulamento do mecanismo, a depender das demais características apresentadas no pedido de registro de entidade administradora de mercado organizado.

Em todos os casos de MRP, seja o da B3 ou de entidade administradora que venha a se estabelecer, a absorção da nova responsabilidade pela análise e julgamento de recursos invariavelmente resultará em aumento de custos para a entidade responsável pela manutenção do MRP, quando comparado com o rito atual. Ainda que seja assim, as despesas incrementais de administração incorridas no novo arranjo proposto serão ressarcidas por meio de cobrança de taxa de administração incidente sobre o patrimônio do mecanismo, nos termos do art. 140 da Resolução CVM nº 135, como já ocorre para as demais despesas de administração.

Os detalhes concernentes ao trâmite e ao julgamento do recurso do reclamante não constam da Minuta de Resolução, visto que a matéria é tratada no regulamento do MRP. Desta forma, a mudança proposta implicaria alterações mínimas na Resolução CVM nº 135, e precipitaria grandes ganhos de eficiência no uso dos recursos organizacionais da Autarquia.

A alteração proposta no rito dos recursos ao mecanismo virá acompanhada de ajustes nas atividades de supervisão da CVM sobre os MRP. A SMI possui competência para supervisionar as atividades de entidades autorreguladoras no que se refere aos Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos, e as atividades de supervisão poderão incluir, por exemplo, rotinas de revisão amostral de aspectos procedimentais e de mérito nas decisões do MRP, tanto em primeira instância quanto em sede de recurso, de maneira que a CVM preserve a visibilidade que tem atualmente sobre as decisões tomadas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

no âmbito do MRP. Com rotinas dessa natureza e demais iniciativas da área técnica, a reorientação da atividade supervisão sobre os mecanismos de ressarcimento tende a ampliar a capacidade da SMI de detectar falhas e de exigir ajustes na atuação de entidades responsáveis por manter os MRP.

A bem da preservação dos efeitos indiretos da existência da instância recursal na CVM, a Minuta propõe manter a dinâmica de submissão de temas ao Colegiado da CVM em casos que envolvam matéria de ampla repercussão enfrentada por MRP e ainda não pacificada. No entanto, a apreciação do Colegiado deixaria de se dar em sede de análise e julgamento de recursos de reclamantes, e passaria a se consubstanciar em deliberação e manifestação do Colegiado, quando provocado pela SMI, em decorrência da identificação de tais matérias ao longo do processo contínuo de supervisão dos MRP.

Ressalta-se que a apreciação de tais matérias pelo Colegiado se dará em abstrato, não precipitando alteração em decisão proferida por entidade que administra um MRP em casos concretos que versem sobre a matéria levada à apreciação pelo Colegiado.

Em suma, a CVM acredita que, no novo arranjo proposto, os recursos públicos poderiam ser utilizados de maneira mais eficiente na supervisão dos MRP, mantendo íntegra a proteção ao investidor, com o benefício adicional de que parte dos recursos organizacionais atualmente alocados às atividades de análise e julgamento de decisões denegatórias do MRP poderiam ser redirecionados para outras atividades da Autarquia, tanto na esfera da SMI quanto do Colegiado.

Além do ganho de eficiência, a concentração da instância recursal nas entidades responsáveis por manter os MRP teria, ainda, o condão de eliminar a percepção de que haveria um desequilíbrio processual injustificado, conforme suscitado na Audiência Pública SDM nº 09/19, visto que os recursos interpostos por reclamantes e reclamadas passariam a ser analisados e julgados pela mesma entidade, preservando o direito ao contraditório e à ampla defesa da reclamada.

6. Encaminhamento de sugestões e comentários

As sugestões e comentários devem ser encaminhados, por escrito, até o dia 15 de março de 2024 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, pelo endereço eletrônico conpublicaSDM0623@cvm.gov.br.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os participantes da consulta pública devem encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem o dispositivo específico a que se referem;
- b) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- d) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar o número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tiverem relação com o objeto proposto não serão considerados nesta consulta.

Não devem constar na manifestação dados pessoais como inscrição no CPF, telefone, endereço, e-mail ou assinatura, sendo necessário apenas o nome do autor da manifestação.

As sugestões e comentários serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da consulta pública, na página da CVM na rede mundial de computadores – www.gov.br/cvm > Assuntos > Normas > Audiências e Consultas Públicas > Consulta Pública SDM 06/23.

Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2023.

(Assinado eletronicamente por)

JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO
Presidente

(Assinado eletronicamente por)

EDUARDA CASTELLO BRANCO PAIXÃO
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado Em Exercício



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

Altera as Resoluções CVM nº 24, de 5 de março de 2021, CVM nº 31, de 19 de maio de 2021 e CVM nº 135, de 10 de junho de 2022.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [●], com fundamento no disposto nos arts. 8º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Resolução:

Art. 1º O Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 42

.....

III – supervisionar e fiscalizar as atividades de entidades administradoras de mercado organizado no que se refere aos Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos, ou as entidades constituídas exclusivamente ou contratadas para este fim.” (NR)

Art. 2º A Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 15.....

I – os regulamentos de operações do depositário central, referidos no art. 45, bem como suas alterações materialmente significativas; e

II – as regras de acesso dos participantes, referidas no art. 40, bem como suas alterações materialmente significativas.

.....

§ 4º Alterações nos documentos previstos no **caput** que não dependam de aprovação prévia devem:

I – ser notificadas à CVM com, no mínimo, 30 (trinta) dias úteis de antecedência em relação à sua entrada em vigor, período durante o qual a CVM poderá convolar a notificação em pedido de aprovação; e

II – observar a regulamentação aplicável ao depósito centralizado de valores mobiliários.

§ 5º A CVM pode determinar, a qualquer tempo, que o depositário central promova alterações no regulamento de operações ou nas regras de acesso de participantes, inclusive sobre atos e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

documentos não dependentes de aprovação prévia, sempre que considere necessário para a adequada prestação de serviço de depósito centralizado de valores mobiliários.

§ 6º O disposto neste artigo não se aplica às alterações oriundas de determinações de outros órgãos públicos, em relação a matérias não abrangidas pela competência legal da CVM.

§ 7º Para fins deste artigo, considera-se como alteração materialmente significativa qualquer modificação, adição ou exclusão no regulamento de operações do depositário central ou nas regras de acesso de participantes que tenham potencial de exercer impacto relevante no serviço de depósito centralizado de valores mobiliários, devendo a materialidade da alteração ser avaliada em cada caso, levando em consideração, entre outros fatores, o número de agentes afetados e a intensidade dos esforços necessários para adaptação.” (NR)

Art. 3º A Resolução CVM nº 135, de 10, de junho de 2022, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 11.

.....

V – exercer outras atividades mediante notificação prévia à CVM, sem prejuízo de autorizações eventualmente exigidas pela CVM ou por outros órgãos públicos, desde que:

- a) a entidade administradora de mercado organizado disponha de condições financeiras, técnicas e operacionais para a exploração da nova atividade;
- b) a nova atividade seja de baixo risco, inclusive no que se refere a situações de possível conflito de interesses; e
- c) a estrutura, as regras, os controles internos e a segregação de atividades da entidade administradora de mercado organizado sejam adequados e suficientes para o atendimento das obrigações contidas nesta Resolução.

§ 1º A SMI deve ser previamente notificada da intenção de exercício da nova atividade, com antecedência mínima de 20 dias úteis, contados a partir da data prevista de:

I – início de exercício da atividade a ser explorada pela própria entidade administradora de mercado organizado, ou por sociedades das quais detenha participação acionária; ou

II – aquisição de participação acionária direta ou indireta em sociedade que já exerça a atividade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

§ 2º A notificação de que trata o § 1º deve ser acompanhada de manifestação do conselho de administração da entidade administradora de mercado organizado, ou de outro órgão a ele vinculado, que ateste a observância das condições estabelecidas nas alíneas “a” a “c” do inciso V do **caput**.

§ 3º A SMI pode solicitar informações adicionais ou determinar a suspensão do início do exercício da nova atividade, até que haja deliberação do Colegiado, nos termos do art. 184, inciso IV, desta Resolução.” (NR)

“Art. 12. Ressalvadas as participações decorrentes de sua política de investimentos financeiros, e sem prejuízo da necessidade de obtenção de autorizações aplicáveis, a entidade administradora de mercado organizado e suas controladas somente podem participar do capital de terceiros com a observância do procedimento previsto no inciso V do art. 11.” (NR)

“Art. 14.

Parágrafo 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 de entidade administradora de mercado organizado igual ou superior ao limiar estabelecido no art. 44.” (NR)

“Art. 28.

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

“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.

§ 1º Para efeitos desta Resolução, consideram-se representando o mesmo interesse os controladores diretos e indiretos das pessoas mencionadas no **caput**, as sociedades por elas controladas, suas coligadas, e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto.

§ 2º São também considerados, para fins do cômputo do percentual de participação previsto no **caput**:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

- I – classes de ações às quais seja atribuído voto plural, se houver;
- II – posições em derivativos referenciados em ativos representativos do capital social da entidade administradora de mercado organizado;
- III – direitos sobre ações ou valores mobiliários com direito a voto da entidade administradora de mercado organizado; e
- IV – quaisquer instrumentos que acarretem a transferência de direitos econômicos ou políticos para as pessoas referidas no **caput**.

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

“Art. 45. Na análise sobre a concessão da autorização de que trata o art. 44, a CVM deve considerar, no mínimo:

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

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:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

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

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

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

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

“Art. 126.

.....

III – regras processuais, inclusive quanto à preclusão e revelia e prazos de tramitação do processo, que não podem exceder 180 (cento e oitenta) dias úteis entre o pedido de ressarcimento e a decisão sobre sua procedência;

IV – instâncias responsáveis pela condução do processo e pela decisão final, bem como a composição da instância responsável pela apreciação dos recursos;

V – procedimentos e prazos para interposição de recursos por investidores e participantes;

.....”(NR)

“Subseção III – Supervisão

Art. 132. Ao conduzir as atividades de supervisão sobre o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, a SMI pode, dentre outras iniciativas:

I – realizar a análise de aspectos formais e materiais de decisões proferidas no âmbito do mecanismo de ressarcimento de prejuízos, inclusive as proferidas pela instância recursal; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

II – submeter ao Colegiado, para deliberação e manifestação, tese que envolva aspecto inovador ou decisão de ampla repercussão enfrentada no âmbito do mecanismo de ressarcimento de prejuízos e ainda não pacificada.” (NR)

“Art. 152.

I – das regras de aprovação prévia para aquisição de participação no capital social mencionadas nos arts. 44 e 45, observado o disposto no parágrafo único deste artigo;

.....

Parágrafo único.

.....

II – na hipótese do inciso V do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de:.....

.....

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

c) 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

d) 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.” (NR)

“Art. 180.

I – alterações materialmente significativas nas regras de negociação de que tratam os arts. 77, 95, 119, 120, 145, 146, 147 e 148;

II – alterações materialmente significativas nos procedimentos especiais de negociação de que tratam o inciso IV do art. 120 e os arts. 121 e 122;

III – alterações materialmente significativas nas regras e procedimentos sobre o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos de que trata o art. 126;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

IV – alterações materialmente significativas em regras e procedimentos aplicáveis à listagem de emissores de que trata o inciso III do art. 15;

V – alterações materialmente significativas das regras de registro referidas nos arts. 149 e 150;

VI – alterações nos procedimentos de que trata o parágrafo único do artigo 89, e nos mecanismos de interoperabilidade mencionados no art. 151;

VII – alterações materialmente significativas nos requisitos para admissão de participantes de que tratam os arts. 83 e 84;

VIII – alterações no estatuto social no que diz respeito aos deveres e responsabilidades dos órgãos mencionados no art. 20;

IX – alterações materialmente significativas ao estatuto social no conteúdo de que trata o art. 21;

X – alterações materialmente significativas no regulamento processual de que tratam o inciso IV do art. 68 e o inciso I do art. 70; e

XI – o plano de trabalho anual da autorregulação de que trata o inciso IV do art. 70.

§ 1º Também estão sujeitas à aprovação prévia da CVM inclusões ou exclusões no rol das categorias de valores mobiliários que sejam objeto de negociação ou registro.

§ 2º Atos que afetem os documentos mencionados nos incisos do **caput** e que não dependam de autorização prévia devem ser notificados à CVM com, no mínimo, 30 dias de antecedência em relação à sua entrada em vigor, período durante o qual a CVM pode convolar a notificação em pedido de autorização.

§ 3º Aplicam-se às notificações prévias de que trata o § 2º deste artigo o disposto no art. 181.

§ 4º Para fins deste artigo, considera-se como alteração materialmente significativa qualquer modificação, adição ou exclusão em estruturas, políticas, regras, procedimentos, mecanismos e atos que tenham potencial de exercer impacto relevante no funcionamento da entidade administradora de mercado organizado, ou nos mercados organizados por ela administrados, devendo a materialidade da alteração ser avaliada em cada caso, levando em consideração, entre outros fatores, o número de agentes afetados e a intensidade dos esforços necessários para adaptação.”

(NR)

“Art. 184.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RESOLUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2024

.....

II – alteram de forma significativa sua organização interna e as atribuições de seus órgãos;

.....” (NR)

Art. 4º O Anexo Normativo II à Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 2º Compete à CVM aprovar o modelo dos contratos derivativos admitidos à negociação em mercado organizado de valores mobiliários, bem como suas alterações materialmente significativas.

§ 1º Para fins deste artigo, considera-se alteração materialmente significativa qualquer modificação, adição ou exclusão nos termos dos contratos derivativos referidos no **caput** que tenham potencial de exercer impacto substancial no apreamento ou na forma de negociação dos contratos, devendo a materialidade da alteração ser avaliada em cada caso.

§ 2º O início da negociação de contrato derivativo em mercado organizado de valores mobiliários depende da prévia aprovação do modelo do contrato, ou de sua alteração, pela CVM.” (NR)

Art. 5º Ficam revogados os seguintes dispositivos:

I – subitem 1.4.5 do inciso IV do art. 4º do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

II – alínea “k” do inciso II do art. 5º do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

III – o inciso VII do art. 6º do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

IV – inciso VII do art. 39 do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

V – inciso VI do art. 41 do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

VI – art. 42-A do Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021;

VII – arts. 133 a 135 da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022; e

VIII – inciso I do parágrafo único do art. 152 da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022.

Art. 6º Esta Resolução entra em vigor em [1º dia útil do mês subsequente]

Assinado eletronicamente por
JOÃO PEDRO BARROSO DO NASCIMENTO
Presidente