

São Paulo, 21 de julho de 2017

RELATÓRIO DE ANÁLISE DE CONSULTA PÚBLICA

Objeto: Consulta Pública – Acesso de Outras Infraestruturas de Mercado Financeiro aos Serviços de Compensação e Liquidação e de Depósito Centralizado.

1. Introdução

Este relatório foi elaborado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) com o objetivo de sumarizar as sugestões recebidas no âmbito da consulta pública divulgada por meio do Comunicado Externo 033/2017-DO, de 27 de abril de 2017 (“Consulta Pública”), acerca das regras, dos procedimentos operacionais e das condições comerciais que regerão o acesso de outras infraestruturas de mercado financeiro (IMF) aos serviços de:

- (i) compensação e liquidação, na condição de contraparte central, de operações do mercado à vista de renda variável referentes a negócios originados em outras IMF (Serviços de CCP); e
- (ii) depósito centralizado, no que diz respeito à transferência de valores mobiliários de renda variável que são objeto de operações compensadas e liquidadas por intermédio de outras IMF (Serviços de CSD).

A Consulta Pública iniciou-se em 27 de abril de 2017 e encerrou-se em 23 de junho de 2017.¹

A Consulta Pública compreendeu:

- (i) as regras e os procedimentos relativos ao acesso e ao funcionamento operacional dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD, refletidos nos normativos aplicáveis da B3 (Regras de Acesso);

¹ A duração da Consulta Pública foi prorrogada por duas semanas, conforme divulgado por meio do Comunicado Externo 048/2017, de 07 de junho de 2017, a pedido da ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”).

(ii) as condições comerciais relativas à prestação dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD (Política Comercial); e

(iii) os mecanismos a serem adotados para garantir a qualidade e o tratamento isonômico no âmbito da prestação dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD a outras IMF (Mecanismos de Tratamento Isonômico).

As manifestações recebidas na consulta pública estão disponíveis na íntegra na página da B3 na rede mundial de computadores, em www.bmfbovespa.com.br, Regulação, Consulta Pública - Prestação de Serviços a outras IMF, razão pela qual todos os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Esclarecemos, ainda, que as versões atualizadas (I) das minutas do (a) Regulamento de Acesso; (b) Manual de Acesso; (c) Regulamento da Central Depositária da B3 (“Central Depositária”); (d) Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária; refletindo as propostas de alterações às Regras de Acessos; e (II) das minutas de Ofício Circular descrevendo as Políticas Comerciais, promovidas a partir dos comentários recebidos no bojo da Consulta Pública, estão disponíveis, em versões marcadas, em www.bmfbovespa.com.br, Regulação, Consulta Pública - Prestação de Serviços a outras IMF, razão pela qual tais alterações são citadas neste relatório de forma resumida.

2. Participantes da Consulta Pública

- (i) Americas Clearing System S.A. (“ACS”); e
- (ii) ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.

3. Escopo dos Serviços de CSD

Preliminarmente, cumpre apresentar e avaliar os comentários realizados pela ACS acerca do escopo dos Serviços de CSD a serem prestados a outra IMF, conforme apresentado na Consulta Pública, nas Regras de Acesso e na Política Comercial.

Em síntese, na visão da ACS, “a descrição do escopo dos Serviços de CSD previsto nos documentos da presente Consulta Pública deixa de incluir o principal serviço que, na prática, será demandado por uma IMF de sua depositária: a transferência de titularidade de valores mobiliários para fins da liquidação delivery versus payment coordenada pela IMF”.

Afirma, ainda, tal entidade, que “O escopo proposto pela B3 está em desconhecimento com os termos do ACC firmado pela BM&FBovespa perante o CADE e com os entendimentos que vinham sendo mantidos com a referida autoridade e com a CVM”.

Alega, ainda, a ACS, a esse respeito, que “com a caracterização dos Serviços de CSD como serviços a serem prestados diretamente ao investidor, e não à IMF contratante, a B3 criaria um artifício para excluir o serviço de transferência de ativos do âmbito do contrato a ser celebrado com a IMF, de forma que, no futuro, manteria preservada a faculdade de alterar o preço cobrado por tal serviço, de forma unilateral, sem necessidade de renegociação com a IMF contratante - abrindo, assim, um perigoso espaço para abusos e práticas anticoncorrenciais”.

A esse respeito, cumpre esclarecer que não obstante os Serviços de CSD a serem prestados a outra IMF englobem a operacionalização da transferência da titularidade, no ambiente do depositário central, dos valores mobiliários transacionados em operações objeto de compensação e liquidação por intermédio de tal IMF, isso não significa que a efetiva transferência de tais valores mobiliários seja um serviço prestado exclusivamente ou diretamente a tal entidade.

Conforme acertadamente apontado pela ACS, uma IMF que atue como câmara de compensação e liquidação é “a entidade responsável por **coordenar e assegurar** que os processos de entrega de ativos e de pagamento de recursos, envolvidos na liquidação de uma operação, ocorram de forma regular, efetiva e mutuamente condicionada, contemplando, também, o gerenciamento dos riscos inerentes a esta função” de modo que, no bojo da prestação dos Serviços de CSD, “a câmara de compensação e liquidação deve ser capaz de **enviar uma instrução de movimentação à CSD, para que esta realize a correspondente transferência de titularidade do ativo**, no contexto do processo de entrega contra pagamento coordenado sob responsabilidade da primeira.” (grifos nossos).

É exatamente esse o escopo da prestação de serviços proposta na Consulta Pública, no âmbito dos Serviços de CSD, a ser disponibilizado às IMF que desejem acessar a central depositária da B3 (“Central Depositária”): a disponibilização de mecanismos operacionais e tecnológicos aptos a permitir que tais entidades coordenem e assegurem o processo de entrega de valores mobiliários associado às transações compensadas e liquidadas por seu intermédio, enviando as respectivas instruções de movimentação à Central Depositária, que, por sua vez, é a entidade responsável pela correspondente transferência dos valores mobiliários.

Para tanto, a Central Depositária disponibilizará à IMF uma conta de liquidação (cuja destinação específica é justamente coordenar tal processo e enviar as respectivas instruções de movimentação) e uma estrutura de subcontas necessárias ao exercício de suas atividades.

Todavia, nos parece conceitualmente equivocado o entendimento apresentado pela ACS, no sentido de que, nesse caso, a IMF seria a contratante (ou beneficiária) dos serviços específicos associados à efetiva transferência de valores mobiliários.

Nesse sentido, a nosso ver, os contratantes da transferência do valor mobiliário ocorrida no ambiente do depositário central – ainda que originadas por instruções advindas de uma outra IMF, no bojo da compensação e liquidação de operações por ela processada – são os respectivos titulares (presentes ou futuros, ou seja, vendedores ou compradores) dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado, conforme refletido na Consulta Pública.

Tal entendimento é inclusive respaldado pelo disposto no artigo 34 da Instrução CVM nº 541/13, segundo o qual “*A movimentação de valores mobiliários deve decorrer de comandos ou de autorizações emanados dos investidores, comunicados ao depositário central por meio de instrução emitida pelos respectivos custodiantes*”.

Ora, se apenas investidores podem autorizar a movimentação (de crédito ou de débito) de valores mobiliários no ambiente do depositário central, resta claro que se trata de serviço a eles prestado diretamente por tais entidades.

Dessa forma, não procede, a nosso ver, a alegação de que o contratante de tal serviço perante a Central Depositária seria a IMF. E nem poderia ser assim, na medida em que tal entidade não é o titular (presente ou futura) de tais valores mobiliários, nem tampouco possui poderes para, por sua única ação, instruir tal

transferência, que sempre dependerá, perante o depositário central, da aquiescência dos investidores envolvidos.

Ressaltamos, ainda, que tal entendimento é completamente harmônico com as obrigações assumidas pela B3 nos termos do Acordo em Controle de Concentração celebrado com o Conselho de Administrativo de Defesa Econômica.

A esse respeito, o ACC dispõe:

“2.8 As Compromissárias se comprometem a oferecer a Prestação de Serviços de CSD em condições justas, transparentes e não discriminatórias, o que inclui os termos e as condições contratuais de acesso a sua infraestrutura.

2.9. Para efeitos desse ACC “Prestação de Serviços de CSD” significa a prestação de serviços, pela central depositária da BVMF, de transferência de valores mobiliários objeto de operações compensadas e liquidadas por intermédio de outra IMF, bem como as funcionalidades acessórias para a prestação do serviço principal.”

Não há, portanto, no ACC, qualquer previsão estabelecendo que, no bojo dos Serviços de CSD a serem oferecidos pela B3, que leve à conclusão de que o contratante da cada transferência de titularidade realizada no bojo de tal atividade seria a IMF que acessa a Central Depositária para essa finalidade.

Tal interpretação, trazida pela ACS em sua manifestação à Consulta Pública, ademais, contém equívocos conceituais, conforme acima apontado, e contradiz o disposto no artigo 34 da Instrução CVM nº 541/13.

Por fim, cumpre ressaltar que a alegação apresentada pela ACS, no sentido de que a caracterização da transferência de titularidade como serviço prestado aos investidores seria, por parte da B3, um *“artifício para excluir o serviço de transferência de ativos do âmbito do contrato a ser celebrado com a IMF, de forma que, no futuro, manteria preservada a faculdade de alterar o preço cobrado por tal serviço, de forma unilateral, sem necessidade de renegociação com a IMF contratante - abrindo, assim, um perigoso espaço para abusos e práticas anticoncorrenciais”*, também não procede.

A esse respeito, cumpre destacar, em primeiro lugar, que o estabelecimento de tais preços deve, em qualquer cenário, observar o disposto a esse respeito no

artigo 39, §3º da Instrução CVM nº 541/13, segundo o qual “*as contraprestações estabelecidas pelo depositário central devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados, não se constituindo em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos serviços por ele prestados*”. Dessa forma, evidente que tal precificação observará invariavelmente tal princípio e não poderá, em nenhum cenário, ser feita de modo arbitrário, estando, inclusive, permanentemente sujeita ao escrutínio da CVM.

Ainda assim, e de modo a afastar por completo qualquer alegação acerca de potencial abusividade nesse contexto, esclarecemos que, no bojo das interações havidas entre B3 e ACS, a B3 se comprometeu – o que reafirma no âmbito da presente Consulta Pública –, a incluir no contrato a ser celebrado com IMF interessada em acessar os Serviços de CSD, o preço a ser cobrado dos investidores pela transferência de titularidade dos valores mobiliários objeto de compensação e liquidação pela IMF, conforme indicado no item 6.2 abaixo.

4. Regras de Acesso

4.1. Serviços de CSD

4.1.1. Regulamento e Manual de Acesso

Os comentários apresentados pela ACS em relação aos dispositivos dos Regulamento de Acesso e do Manual de Acesso relativos aos requisitos e procedimentos aplicáveis à outorga, à suspensão e ao cancelamento da autorização de acesso de IMF, na condição de participante autorizado, à Central Depositária, dizem respeito, essencialmente, aos seguintes aspectos:

- (i) Existência de normas de acesso gerais e indiferenciadas para todos os participantes, incluindo as IMF;
- (ii) Existência de requisitos de acesso específicos para as IMF que, na visão da ACS, extrapolam os limites e parâmetros estabelecidos na Instrução CVM nº 541/13;
- (iii) Excessiva subjetividade e discricionariedade em relação a determinados dispositivos;
- (iv) Processo de admissão das IMF, que deveria consistir em um simples procedimento de habilitação, sem a possibilidade de decisão de recusa por parte da B3.

Tais comentários se refletem nas sugestões acerca dos dispositivos específicos constantes das minutas do Regulamento de Acesso e do Manual de Acesso submetida à Consulta Pública, que passamos a expor a seguir.

Todavia, cumpre destacar, preliminarmente, que atendendo à sugestão formulada pela ACS, será criado, no Regulamento de Acesso (conforme minuta divulgada na presente data, em conjunto com o presente Relatório), um Título específico (“Acesso de Infraestrutura de Mercado à Central Depositária da BM&FBOVESPA”) contendo os requisitos e procedimentos relativos à outorga, à suspensão e ao cancelamento da autorização de acesso de IMF, bem como suas obrigações relativas à manutenção de tal acesso. Dessa forma, os comentários e ajustes abaixo apresentados foram refletidos no bojo da criação dessa nova seção específica no Regulamento de Acesso.

Destacamos, ainda, que a nova versão do Regulamento de Acesso e do Manual de Acesso estão sujeita a apreciação e aprovação da CVM, a quem compete, inclusive, avaliar sua aderência aos comandos dispostos na Instrução CVM nº 541/13, e do Banco Central do Brasil.

1. Regulamento de Acesso

a. *Art. 10* (atual art. 37).

A ACS alega, em síntese, que tal dispositivo não deveria ser aplicável indistintamente a todos os participantes, sugerindo sua exclusão em relação às IMF, por entender incompatível com o disposto na Instrução CVM nº 541/13.

Embora entenda que a Instrução CVM nº 541/13 admite a instituição de requisitos dessa natureza, uma vez que são, inclusive, relevantes para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, a B3 acatou a sugestão da ACS e excluiu tal requisito da seção específica acerca dos requisitos de acesso por outras IMF, uma vez que tal avaliação é feita no bojo das aprovações regulatórias cabíveis, pelas autoridades competentes.

b. *Art. 11* (atual art. 37)

A ACS alega, em síntese, que tal dispositivo não deveria ser aplicável indistintamente a todos os participantes, sugerindo sua exclusão em relação às

IMF, por entender incompatível com o disposto na Instrução CVM nº 541/13. A ACS não indicou quais dos requisitos constantes de tais dispositivos (ou outros não descritos nos mesmos) seriam, a seu ver, aplicáveis.

Embora entenda que a Instrução CVM nº 541/13 admite a instituição de requisitos dessa natureza, uma vez que são, inclusive, relevantes para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, a B3 reformulou a lista de requisitos na seção específica acerca dos requisitos de acesso por outras IMF. A B3 entende que os requisitos constantes do artigo 37 da nova minuta do Regulamento de Acesso divulgada nessa data são apropriados e aderentes ao disposto na Instrução CVM nº 541/13.

c. Art. 10 a 19 (atuais arts. 37 a 42)

A ACS alega, em síntese, que o processo de admissão aplicável às IMF deveria consistir em simples procedimento de habilitação, não admitindo recusa de acesso, desde que atendidos os requisitos previstos no art. 39, II da Instrução CVM nº 541/13. A ACS não indicou quais dos requisitos constantes de tais dispositivos (ou outros não descritos nos mesmos) seriam, a seu ver, aplicáveis.

Embora entenda que a Instrução CVM nº 541/13 admite a instituição de requisitos dessa natureza, uma vez que são, inclusive, relevantes para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, a B3 reformulou a lista de requisitos na seção específica acerca dos requisitos de acesso por outras IMF. A B3 entende que os requisitos constantes dos artigos 37 a 42 da minuta do Regulamento de Acesso divulgada nessa data são apropriados e aderentes ao disposto na Instrução CVM nº 541/13.

d. Capítulo IV – Sanções, Capítulo V – Suspensão de Autorização de Acesso, Capítulo VI – Cancelamento da Autorização de Acesso

A ACS alega, em síntese que tais seções preveem, de forma genérica e indistinta, possibilidade de restrição, suspensão e cancelamento do acesso da IMF, conferindo amplo espaço para atuação discricionária da B3.

Assim, sugere que o Regulamento de Acesso preveja de maneira detalhada as situações em que o acesso de IMF poderão ser restringidos, suspensos ou cancelados. A ACS não indica quais situações seriam essas.

Considerando a criação de um Título específico para os procedimentos relativos ao acesso de IMF, a nova minuta do Regulamento de Acesso aponta expressamente as hipóteses objetivas em que o acesso de IMF pode ser suspenso ou cancelado.

e. *Art. 26 (atual art. 47)*

A ACS sugere a exclusão da possibilidade de o Diretor Presidente da B3 suspender cautelarmente a autorização de acesso no caso das IMF.

Tal sugestão foi aceita e encontra-se refletida na nova minuta do Regulamento de Acesso.

f. *Art. 56 (atual art. 75).*

A ACS alega que os casos de isenção de responsabilidade devem estar baseados exclusivamente na ausência de culpa ou dolo, sugerindo alterações no dispositivo.

A B3 esclarece que o aludido dispositivo está em linha com o disposto na Instrução CVM nº 541/13, e já consta da versão atual do Regulamento de Acesso.

2. Manual de Acesso

a. *Item 2.7.2 - Elegibilidade*

A ACS alega, em síntese, que o processo de admissão aplicável às IMF não deve admitir recusa de acesso, bem como que a celebração do contrato e o início da prestação de serviços não podem estar condicionados a eventuais outros procedimentos externos à relação contratual.

Ressalta, ademais, que todos os requisitos termos e condições da contratação devem estar previstos no respectivo contrato de prestação de serviços.

A B3 esclarece que o item 2.7.2 do Manual de Acesso não contempla nenhum tipo de requisito adicional, objetivo ou subjetivo, em relação à outorga de acesso à IMF, mas apenas detalha a necessidade de haver a celebração de contrato de prestação de serviços específico, para regulamentação de aspectos técnicos e operacionais do relacionamento, conforme estabelecido no art. 39, §5º da Instrução CVM nº 541/13. Todavia, a B3 reitera seu entendimento de que a recusa de acesso pode ocorrer, desde que fundamentada em critérios razoáveis, não discriminatórios e objetivamente fixados.

- b. *Item 2.7.3 – Requisitos Econômicos e Financeiros, Item 2.7.4 – Requisitos Operacionais e Funcionais (atual item 2.7.3), Item 2.7.5 – Requisitos técnicos e de Segurança da Informação (atual item 2.7.4).*

A ACS alega, em síntese, que os requisitos de acesso para infraestruturas de mercado extrapolam os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13, por, na sua visão, não se limitarem à administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas, nos termos do artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13.

A ACS não indica, de maneira específica, quais requisitos entende incompatíveis, nem a razão pelas quais entende que os mesmos não coadunam com os ditames da Instrução CVM nº 541/13.

A B3 esclarece que os requisitos indicados nos itens 2.7.3, 2.7.4 e 2.7.5 – associados à entrega de demonstrativos econômicos financeiros, atendimento de requisitos tecnológicos, de conduta de sócios e administradores, técnicos e de segurança da informação - são objetivos, não discriminatórios e associados à administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas administrados pela B3, em aderência aos ditames da Instrução CVM nº 541/13. Todavia, de modo a contemplar as sugestões encaminhadas pela ACS, a B3 excluiu o item 2.7.3 e promoveu alterações nos itens 2.7.4 e 2.7.5, de modo a deixar aludidos requisitos ainda mais claros.

- c. *Item 2.7.4– Requisitos Operacionais e Funcionais (atual item 2.7.3)*

A ACS alega, em síntese, que não foram especificados os requisitos operacionais, funcionais e tecnológicos no Manual de Acesso ou na minuta de contrato de prestação de serviços proposta pela B3.

ACS alega, também, que deve ser observada isonomia de tratamento com relação às unidades de negócio da própria B3 quanto a tais requisitos, sem especificar situações em que vislumbra tratamento não isonômico a esse respeito. A ACS aponta, ainda, que o dispositivo não menciona a periodicidade em que o relatório de auditoria independente, atestando o cumprimento de tais requisitos, deverá ser emitido.

A B3 promoveu alteração na redação do dispositivo para deixar mais claro os aludidos requisitos, bem como para estabelecer a periodicidade da emissão do respectivo relatório de auditoria. Ademais, a depender do tipo de contratação e de acesso (e.g. acesso à Central Depositária ou à Câmara), o contrato de prestação de serviços pode ainda contar com requisitos adicionais.

d. *Item 2.7.5 - Requisitos Técnicos e de Segurança da Informação*

A ACS alega, em síntese, que não foram especificados os requisitos técnicos e de segurança da informação no Manual de Acesso ou na minuta de contrato de prestação de serviços proposta pela B3.

A ACS alega, ainda, que o requisito acerca da manutenção de quadros de funcionários capacitados ao desenvolvimento das atividades da IMF não poderia ser imposto pela B3, uma vez que tal condição já é analisada no âmbito do processo de autorização a ser concedida pelo Banco Central do Brasil.

A redação acerca dos requisitos técnicos e de segurança da informação foi alterada para deixar ainda mais claro os documentos que os estabelecem.

Ademais, em relação aos requisitos sobre capacitação funcional, embora entenda que a Instrução CVM nº 541/13 admite a instituição de requisitos dessa natureza, uma vez que são, inclusive, relevantes para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, a B3 acatou a sugestão da ACS e exclui tal requisito da seção específica acerca dos

requisitos de acesso por outras IMF, uma vez que tal avaliação é feita no bojo das aprovações regulatórias cabíveis, pelas autoridades competentes.

e. Item 2.11.2 – Suspensão e Cancelamento de Autorização de Acesso

A ACS sugere a exclusão da prerrogativa do Diretor Presidente da B3 de suspender cautelarmente a autorização de acesso no caso das IMF.

Tal sugestão foi aceita e está refletida na nova minuta do Manual de Acesso.

f. Item 2.13 - Comitê Responsável pela Análise de Admissão de Participantes Autorizados

A ACS alega, em síntese, que o processo de admissão aplicável às IMF não deve admitir recusa de acesso, bem como que a celebração do contrato e o início da prestação de serviços não podem estar condicionados a eventuais outros procedimentos externos à relação contratual.

A B3 esclarece que o item 2.13 do Manual de Acesso não contempla nenhum tipo de requisito adicional, objetivo ou subjetivo, em relação à outorga de acesso à IMF, mas apenas detalha aspectos operacionais relativos à instrução do respectivo processo no âmbito das áreas internas da B3. Todavia, a B3 reitera seu entendimento de que a recusa de acesso pode ocorrer, desde que fundamentada em critérios razoáveis, não discriminatórios e objetivamente fixados.

g. Item 6.1 – Atualização de Dados Cadastrais Próprios e Prestação de Informações à BM&FBOVESPA

A ACS alega, em síntese, que os requisitos de atualização cadastral e prestação de informações extrapolam os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13, por, na sua visão, não se limitarem à administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas, nos termos do artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13.

A B3 esclarece que o item 6.1 do Manual de Acesso se limita a estabelecer que os participantes da B3 devem comunicar alterações ocorridas nos documentos apresentados no bojo de seu processo de autorização de acesso, de modo a manter tais documentos e informações cadastrais atualizadas. Trata-se, portanto, de requisito objetivo e associado à administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas da B3.

4.1.2. Regulamento e Manual da Central Depositária

Os comentários apresentados pela ACS em relação aos dispositivos dos Regulamento da Central Depositária e do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, em relação ao funcionamento operacional da prestação de Serviços de CSD, dizem respeito, essencialmente, a situações em que, na visão da ACS, existem procedimentos diferentes aplicáveis à câmara de compensação e liquidação da B3 (“Câmara”) e à outras IMF, especialmente no que diz respeito ao processamento da transferência de titularidade de ativos no bojo de operações objeto de compensação e liquidação por intermédio das respectivas câmara.

Tais comentários se refletem, a demais, nas sugestões acerca dos dispositivos específicos constantes das minutas do Regulamento da Central Depositária e do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, que passamos a expor.

Os comentários e ajustes abaixo apresentados, foram refletidos, quando aplicável, nas novas minutas do Regulamento da Central Depositária e do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, que ainda está sujeita a apreciação e aprovação da CVM, a quem compete, inclusive, avaliar sua aderência aos comandos dispostos na Instrução CVM nº 541/13, e do Banco Central do Brasil.

1. Regulamento da Central Depositária

a. Art. 14, §1º

A ACS aponta, em síntese, que o Regulamento da Central Depositária não contém previsão disposta sobre a comunicação ou consulta às IMF, no caso de retirada de ativos. A ACS sugere que seja incluída previsão estabelecendo que a retirada de ativos pela Central Depositária somente ocorrerá de modo a não

prejudicar as operações de liquidação das IMF e mediante notificação prévia às IMF.

O cancelamento da autorização para admissão de ativos para depósito centralizado e o procedimento que prevê a retirada desses ativos para os registros do emissor em determinadas situações constituem mecanismos adotados pela Central Depositária com o intuito de preservar a higidez do sistema e prover maior segurança aos investidores. Tratam-se, ademais, de situações excepcionais em que os ativos deixam de cumprir com requisitos de elegibilidade para o depósito centralizado.

Entendemos que tais procedimentos poderiam, em algumas situações, interferir nas operações em aberto nos ambientes da IMF - assim como nas próprias operações processadas pela Câmara – especialmente quando realizados em relação a ativos que estão no ciclo de liquidação.

Dessa forma, concordamos que a IMF deve ser avisada previamente, porém, considerando que a tempestividade na execução do procedimento de retirada é relevante, a resposta da IMF também deve ser tempestiva, informando somente as posições de investidores que de fato possuem operações em aberto e, portanto, não poderiam ser retiradas para os registros do emissor de forma imediata. Nesse caso, a IMF deveria informar o prazo em que essas operações serão liquidadas, permitindo dessa forma que o saldo de ativos seja movimentado para os registros do emissor, não podendo ultrapassar o período de 5 dias úteis.

As alterações implementadas em relação ao procedimento de retirada de ativos, inclusive no que diz respeito à informação sobre tal medida às IMF, foram realizadas nas seções respectivas da nova minuta do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

b. Art. 20

A ACS alega, em síntese, que as instruções de transferência para fins de liquidação de operações devem ser enviadas à Central Depositária diretamente pela IMF responsável pela compensação e liquidação, com base em poderes outorgados pelo agente de custódia (da forma como ocorre no relacionamento entre a Central Depositária e a Câmara), e não por meio de instruções enviadas

diretamente pelos agentes de custódia à Central Depositária, conforme previsto no Regulamento de Central Depositária.

Conforme estabelecido no art. 34 da Instrução CVM nº 541/13 “A movimentação de valores mobiliários deve decorrer de comandos ou de autorizações emanados dos investidores, comunicados ao depositário central por meio de instrução emitida pelos respectivos custodiantes.” O disposto no art. 20 do Regulamento da Central Depositária reflete, portanto, exatamente o prescrito na regulamentação aplicável, e prescreve a maneira como tais autorizações devem ser obtidas no contexto de movimentações decorrentes de operações compensadas e liquidadas por intermédio de uma câmara de compensação e liquidação.

Considerando que, no caso da B3, as atividades de compensação e liquidação e de depósito centralizado são exercidas por uma mesma entidade, as manifestações do agente de custódia realizadas no bojo do processo de compensação e liquidação, no momento da alocação das operações realizadas, são também utilizadas para proceder as respectivas transferências de titularidade, no ambiente da Central Depositária, uma vez que direcionadas à entidade que também exerce tal atividade.

No caso de transferências oriundas de operações objeto de compensação e liquidação por intermédio de outra IMF, administrada por pessoa jurídica diversa da B3, é necessário, para os efeitos do cumprimento do disposto no art. 34 da Instrução CVM nº 541/13, que a Central Depositária receba comando ou autorização dos investidores, por meio de instrução emitida pelos respectivos custodiantes, razão pela qual foi proposta a mecânica descrita no art. 20, §§5º e 6º do Regulamento da Central Depositária.

Diante das sugestões apresentadas pela ACS, a B3 propõe, na nova minuta do Regulamento de Central Depositária (art. 20) e do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária (item 4.2.3.2), adaptações ao procedimento para a efetivação de transferência de titularidade oriunda de operações compensadas e liquidadas por meio de outra IMF.

c. Art. 42, VIII e XX.

A ACS sugere, em síntese, que o Art. 42, VIII explicita que a transferência de titularidade, que compõe a perna física da liquidação de operações, é operacionalizada na Central Depositária, por meio de instruções enviadas pela IMF, e não diretamente dos participantes da Central Depositária.

Sugere, ainda, que o Art. 42, XX seja modificado, uma vez que, segundo a ACS, a responsabilidade sobre a integridade dos ativos, bem como sobre a correta movimentações entre contas, é atribuição da própria Central Depositária, e não da IMF, que seria responsável tão somente pelas instruções de movimentação de ativos enviadas à Central Depositária.

A B3 esclarece que não obstante a transferência e titularidade seja operacionalizada pela Central Depositária, tal transferência depende, em qualquer cenário, dos comandos e instruções recebidas por agentes de custódia, e, conforme o caso, das IMF que acessem a Central Depositária.

Nesse sentido, entendemos que, nesse aspecto específico, e considerando os comandos que devem ser realizados para os efeitos de crédito e débito na conta de liquidação de sua titularidade (a partir das informações que a IMF recebe de seus participantes e comitentes), bem como a finalidade específica de tal conta (que não pode ser utilizada, em nenhum cenário, para manutenção de saldo de ativos), a IMF deve promover a transferência de ativos com base em informações recebidas diretamente de seus participantes e comitentes, nos termos da legislação em vigor, conforme previsto no art. 42, VIII do Regulamento da Central Depositária. De modo a deixar o escopo de tal obrigação ainda mais preciso, foi efetivado ajuste de redação do dispositivo na nova minuta do Regulamento de Central Depositária.

Da mesma forma, cumpre ressaltar, também, que a IMF possui determinadas responsabilidades em relação aos ativos mantidos ou que transitam pelas suas contas na Central Depositária, razão pela qual entendemos que o disposto no Art. 42, XX deve ser mantido.

d. Art. 65, IV

A ACS alega que isenção de responsabilidade da Central Depositária sobre os eventos descritos no Art. 54, IV somente deve ocorrer em caso de ausência de culpa ou dolo da Central Depositária, sugerindo alterações no dispositivo e

ressaltando que, nos termos do artigo 24 da Instrução CVM nº 541/13, a Central Depositária responde pelos atos de terceiros contratados por si para desempenhar tarefas instrumentais ou acessórias às suas atividades.

A B3 esclarece que o aludido dispositivo está em linha com o disposto na Instrução CVM nº 541/13, e já consta da versão atual do regulamento da Central Depositária, aprovada pela CVM.

2. Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária

a. Item 4.2.2 – Retirada de Ativos

A ACS alega, em síntese, que a retirada de ativos por determinação da Central Depositária não poderia ser realizada na hipótese em que os ativos fossem negociados em outros mercados organizados de valores mobiliários, ainda que não administrados pela B3.

Adicionalmente, a ACS alega que as IMF deverão ser avisadas com antecedência razoável sobre a retirada de ativos e, em qualquer caso, a B3 deverá aguardar finalização dos processos de liquidação que estejam em curso e envolvam os ativos a serem retirados.

A B3 ajustou a redação do item 4.2.2 da minuta do novo Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, de modo a prever que não ocorrerá retirada geral de ativos que deixem de ser negociados na BM&FBOVESPA mas permaneçam admitidos à negociação em outras entidades administradoras de mercado, desde que não se verifique nenhuma das demais hipóteses de retirada geral previstas no Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, e desde que sejam preservados os requisitos que o tornam elegíveis ao depósito centralizado.

O dispositivo foi também ajustado de modo a refletir que, na hipótese de retirada geral de ativos que estejam no ciclo de liquidação de outra IMF, tal retirada será efetivada apenas após sua conclusão, conforme explicitado nos comentários ao art. 14, §1º do Regulamento da Central Depositária.

b. Item 4.2.3 - Transferência de ativos

A ACS reitera, em síntese, que as instruções de transferência para fins de liquidação de operações devem ser enviadas pela IMF responsável pela compensação e liquidação e não diretamente pelos agentes de custódia.

Em relação a esse ponto, a B3 reitera o apresentado acima, nos comentários ao art. 20 do Regulamento da Central Depositária.

c. Item 4.3.1 – Fundos de índice (ETFs)

A ACS alega, em síntese, que a previsão de liquidação de operações com ETF deve abranger tanto a B3 quanto as IMF.

A B3 esclarece que os serviços de depósito centralizado oferecidos a outras IMF abrangem todos os ativos do mercado à vista de renda variável objeto de depósito centralizado na Central Depositária, incluindo cotas de ETF.

Os serviços relativos à montagem e desmontagem de cotas de ETFs oferecidos pela Central Depositária são prestados de maneira independente em relação àqueles oferecidos a outras IMF. Assim, o pleito da ACS a esse respeito não procede. O referido item trata do processo de liquidação de operações efetuadas na plataforma de emissão e cancelamento de ETFs que atende o mercado primário desse valor mobiliário. A plataforma de emissão e cancelamento de cotas de ETFs é um serviço acessório às atividades desempenhadas pela Central Depositária sem qualquer relação com a Câmara.

d. Item 5.1 Constituição, retificação, alteração e extinção de ônus, gravame, garantia e bloqueio

A ACS alega, em síntese, que eventuais alterações nos fluxos para o registro de constituição, retificação, alteração e extinção de ônus, gravame, garantia e bloqueio sobre os ativos, recursos financeiros provenientes de eventos corporativos e outros direitos e obrigações relativos a esses ativos que geram impactos às atividades da IMF devem ser informados a tais entidades com antecedência mínima, devendo, também, ser concedido prazo para adaptação, caso necessário.

ACS alega, adicionalmente, que as IMF devem dispor de estruturas para depósito de garantias relativas a operações em relação às quais não atuem como contraparte central,

A B3 concorda com a ponderação acerca da necessidade de aviso prévio e prazo para adaptação em caso de alterações que impactem as IMF. Todavia, entendemos que o tema deverá ser tratado no bojo do contrato de prestação de serviços a ser celebrado com a IMF.

No que diz respeito à criação de estruturas de contas para aplicação de gravames em relação a ativos objeto de operações em relação às quais não atuem como contraparte central, a B3 esclarece que, o pleito da ACS a esse respeito não procede. O referido bloqueio de ativos em processo de liquidação sem contraparte central é aplicado exclusivamente para determinados processos executados no âmbito da Central Depositária, sem qualquer relação com a Câmara, tais como, o processo de emissão e cancelamento de ETFs e os procedimentos destinados a tratamento de eventos corporativos, como a conversão de ativos.

e. Item 5.1.1 Indisponibilidade de bens, direitos e obrigações

A ACS alega, em síntese, que o Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária não disciplina a constituição de gravame de indisponibilidade sobre ativos em ciclo de liquidação, no caso de liquidação realizada por IMF.

A B3 ajustou a redação do item 5.1.1 da minuta do novo Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária, de modo a estabelecer um procedimento para que a IMF informe à Central Depositária sobre tal situação, sendo que, nesse caso, a responsabilidade pelo bloqueio dos recursos financeiros é da IMF.

f. Item 5.1.4 - Garantias depositadas em favor de infraestruturas de mercado

A ACS alega, em síntese, que as subcontas de garantia mantidas em nome dos comitentes com a finalidade específica para depósito e retirada de garantias em favor da IMF deverão estar aptas a receber todos os tipos de ativos depositados

na Central Depositária, bem como abranger carteiras para cobertura de todos os tipos de operações (e.g. empréstimo de ativos e bloqueio de OPA).

A B3 esclarece que as carteiras de garantias estão associadas ao gravame de garantias objeto da Lei nº 10.214/01. O exemplo indicado nos comentários realizados pela ACS, especificamente o que faz referência à carteira de bloqueios de OPA, não está associado a esse tipo de gravame, mas sim a determinadas estruturas que são utilizadas para o bloqueio de ativos em decorrência de operações específicas.

Nesse sentido, a B3 esclarece que, embora não tenha recebido, até o presente momento, demandas por tal serviço, sua previsão foi inserida no item 5.1.4 da nova minuta do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

- g. *Item 5.1.6 – Ativos em processo de liquidação de operações realizadas nos ambientes administrados por uma infraestrutura de mercado em sua atuação como contraparte central*

A ACS alega, em síntese, que o Manual de Procedimentos Operacionais de Central Depositária deveria permitir que a instrução de cobertura de venda de ativos seja realizada por meio dos sistemas da infraestrutura de mercado (com base em instrução do agente de custódia), tal como facultado à Câmara.

A B3 esclarece que ajustou tal dispositivo na nova minuta do Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária para explicitar que o tratamento a esse respeito será o mesmo para a Câmara e para a IMF.

- h. *Item 5.1.7 – Ativos em processo de liquidação sem contraparte central*

A ACS alega, em síntese, que o Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária não prevê procedimento para liquidações de operações sem contraparte central das IMF.

A B3 esclarece que o pleito da ACS a esse respeito não procede. O referido bloqueio de ativos em processo de liquidação sem contraparte central é aplicado exclusivamente para os processos executados no âmbito da Central Depositária, sem qualquer relação com a Câmara, tais como, o processo de emissão e cancelamento de ETFs e os procedimentos destinados a tratamento de eventos corporativos, como a conversão de ativos. .

i. Item 5.1.9 – Bloqueio de ativos mantidos como lastro de operações compromissadas

A ACS alega que a Central Depositária deve aceitar constituição do bloqueio de ativos que sirvam de lastro de operações compromissadas registradas nos ambientes de registro de outras IMF, e não apenas da própria B3.

A B3 esclarece que os Serviços de CSD dizem respeito ao mercado de renda variável.

j. Item 7 – Informações

A ACS alega, em síntese, que a IMF deverá ter acesso aos eventos corporativos de todos os ativos depositados na Central Depositária.

A B3 esclarece que as informações sobre eventos corporativos acessórias ao procedimento de liquidação de operações de uma IMF contemplam somente os eventos incidentes sobre os ativos mantidos em suas estruturas de contas, seja de liquidação, cobertura de vendas ou garantias. Ainda assim, as informações disponibilizadas referem-se ao reflexo que os referidos eventos geram sobre esse saldo de ativos, inclusive eventuais movimentações que o tratamento desses eventos acabe gerando.

Esclarecemos, ainda, que informações completas de todos os eventos corporativos deliberados pelos emissores de ativos passíveis de depósito na Central Depositária e suas características, são informações divulgadas publicamente pelos próprios emissores, nos termos da regulamentação aplicável, e que podem também ser capturadas pela IMF por meio de prestadores de serviços contratados diretamente no mercado (vendors). O referido serviço também é passível de ser prestado pela B3, porém a demanda está fora do escopo dos Serviços de CSD.

k. Item 7.3 - Informações para infraestruturas de mercado

A ACS alega, em síntese, que devem haver mecanismos específicos de coordenação e cooperação, com troca e conciliação de informações aplicáveis, entre a depositária central da B3 e a IMF contratante para fins de coibir fraudes na abertura de contas em nome dos comitentes. A ACS não apresenta propostas sobre como tal mecanismo deveria funcionar.

A ACS também indica que deve haver mecanismos específicos para o envio de arquivo, pela Central Depositária à IMF, para fins compartilhamento de informações sobre os ativos depositados e elegíveis à negociação por entidades administradoras de mercado.

A B3 esclarece que cada IMF contratante deve manter cadastro próprio. Ademais, esclarecemos que a relação de ativos elegíveis a depósito centralizado é pública.

4.2. Serviços de CCP

4.2.1. Regulamento e Manual de Acesso

Não foram encaminhados comentários específicos ao Regulamento e Manual de Acesso em relação aos Serviços de CCP. Todavia, os ajustes efetuados em tais documentos em função dos comentários recebidos em relação aos Serviços de CSD aplicam-se também aos Serviços de CCP.

4.2.2. Regulamento da Câmara, Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara e Manual de Administração de Risco.

A ANCORD, em sua manifestação, apresentou comentários sobre determinados aspectos dos Serviços de CCP, conforme previsto no Regulamento da Câmara, Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara e Manual de Administração de Risco, embora não tenha apresentado sugestões específicas de alteração dos normativos.

Tais comentários e as respectivas considerações da B3 são abaixo apresentados.

1. *Garantias e acesso das operações de outras plataformas aos mecanismos de garantias da B3.*

A ANCORD destaca que a estrutura de salvaguardas da Câmara deveria também estar à disposição das “plataformas contratantes”, de modo que não ocorra qualquer diferenciação entre uma operação oriunda de uma plataforma ou de outra.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento da Câmara, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão, inclusive no que diz respeito aos mecanismos de administração de risco e estrutura de salvaguardas, o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3.

Cumprе destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

2. *Regra para o estabelecimento do valor de margem de garantia para os produtos semelhantes ao da B3 e para os produtos diferentes.*

A ANCORD destaca que as plataformas que apresentarem produtos semelhantes aos da B3 devem ter o mesmo tratamento em relação ao processo de chamada de garantias em relação aos produtos da B3.

Adicionalmente, sugere que, para os produtos oferecidos pela plataforma que sejam diferentes daqueles oferecidos pela B3, o tratamento de margem (valor, condições de chamada de margem e limites operacionais) deverá ser previamente comunicado e aprovado pela plataforma contratante.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento da Câmara, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão, inclusive no que diz respeito aos mecanismos de administração de risco e estrutura de salvaguardas, o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3. Ademais, os Serviços de CCP serão prestados exclusivamente em relação a operações do mercado a vista de renda variável que sejam passíveis de compensação e liquidação pela Câmara.

Cumprе destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

3. Procedimentos para a hipótese de ocorrência de problemas de continuidade com a B3.

A ANCORD destaca que, na hipótese de ocorrer um impedimento para a continuidade operacional da B3, as regras de prestação de Serviços de CCP, os contratos com a plataforma e o *Resolution Plan* da B3 devem contemplar as operações enviadas pela plataforma à B3, nas mesmas condições e procedimentos que serão adotados para as posições originadas na própria B3.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3, inclusive nas hipóteses apontadas pela ANCORD.

Cumprе destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

4. *Alinhamento dos procedimentos a serem adotados para enfrentar eventos externos e para o ajustamento de bases de contratos ou encerramento destes.*

A ANCORD aponta que, na hipótese de ocorrência de eventos que determinem a “alteração das condições originais do contrato” para garantir a sua continuidade, os procedimentos a serem adotados pela B3 devem estar em linha com o que será feito pela plataforma contratante, evitando-se que os investidores que estiverem posicionados em cada uma das plataformas (B3 e contratante) tenham resultados diferentes para um produto que seja igual, semelhante ou com capacidade de ser sintetizado por produtos da B3.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento da Câmara, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão, inclusive no que diz respeito aos mecanismos de administração de risco e estrutura de salvaguardas, o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3. Ademais, os Serviços de CCP serão prestados exclusivamente em relação a operações do mercado à vista de renda variável que sejam passíveis de compensação e liquidação pela Câmara.

Cumprir destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

5. *Transferência de sigilo.*

A ANCORD aponta que o sigilo das operações deverá ser compartilhado, e o processo de transferência do sigilo entre a B3 e a plataforma deverá estar detalhado, e as responsabilidades bem definidas nas regras da prestação de serviço e no contrato.

A B3 esclarece que as obrigações relativas ao sigilo sobre as operações previstas na legislação aplicável recaem sobre a plataforma de negociação, Câmara e a Central Depositária nos termos e de acordo com os limites de suas atividades.

Destacamos, ainda, que a obrigação de manutenção de sigilo acerca das operações objeto de compensação e liquidação pela Câmara não são afetadas pela prestação de Serviços de CCP, uma vez que decorrente da respectiva atividade. O mesmo se aplica em relação à prestação dos Serviços de CSD.

6. Securities lending.

A ANCORD aponta que as operações de *securities lending*, comandadas pelo sistema da plataforma contratante devem ser previstas nas regras.

A B3 esclarece que os serviços de empréstimo de valores mobiliários estão fora do escopo da prestação de Serviços de CCP.

Trata-se, ademais, de serviço prestado exclusivamente por “entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia”, conforme prescrito no art. 2º da Instrução CVM 441/06, não podendo, portanto, ser prestado por plataformas de negociação.

7. Tratamento a ser dado aos corretores vinculados à plataforma contratantes e estranhos à estrutura da B3.

A ANCORD indica que deve haver alguma previsão para endereçar situações em que o intermediário de uma determinada operação seja vinculado à plataforma contratante, mas não seja vinculado à B3.

A B3 esclarece que na hipótese de prestação de Serviços de CCP, não há nenhum vínculo adicional com os intermediários que possuem autorização de acesso para atuar na plataforma contratante, ainda que não sejam participantes da B3. Uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3, e estarão sob responsabilidade do membro de compensação indicado.

8. *Relacionamento dos corretores de outras plataformas com os Membros de Compensação e Agentes de Custódia da B3.*

A ANCORD aponta que as regras devem mencionar que as condições enfrentadas pelas posições oriundas da plataforma são idênticas àquelas enfrentadas pelas operações originadas na B3.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento da Câmara, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão, inclusive no que diz respeito aos mecanismos de administração de risco e estrutura de salvaguardas, o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3. Ademais, os Serviços de CCP serão prestados exclusivamente em relação a operações do mercado à vista de renda variável que sejam passíveis de compensação e liquidação pela Câmara.

Cumprе destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

9. *Previsão de detalhamento de mecanismos de mitigação de riscos sistêmicos.*

A ANCORD aponta que deve haver previsão de detalhamento de mecanismos de mitigação de riscos sistêmicos causados por medidas econômicas que levem as plataformas a adotarem condutas diferenciadas para o mesmo produto.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão tratamento, inclusive no que diz respeito aos mecanismos de administração de risco e estrutura de salvaguardas, o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3. Ademais, os Serviços de CCP serão prestados exclusivamente em relação a operações do

mercado à vista de renda variável que sejam passíveis de compensação e liquidação pela Câmara.

Cumpra destacar, todavia, que no bojo da prestação de Serviços de CSD, o mesmo não se aplica, sendo que, nesse caso, tais operações estarão sujeitas aos mecanismos de administração de riscos e estrutura de salvaguardas da IMF responsável pela compensação e liquidação de tais operações.

5. Política Comercial

5.1. Serviços de CSD

5.1.1. Inadequação da cobrança direta do investidor por serviços prestados à IMF

A ACS alega, em síntese, que não cabe à B3 cobrar diretamente do investidor parte do preço pelos Serviços de CSD prestados à IMF e que toda e qualquer contraprestação por tais serviços deve ser cobrada direta e integralmente da IMF contratante.

A B3 esclarece, conforme detalhado na Seção 1 do presente relatório, que o serviço a ser prestado a outras IMF diz respeito à disponibilização de mecanismos operacionais e tecnológicos aptos a permitir que tais entidades coordenem e assegurem o processo de entrega de valores mobiliários associado às transações compensadas e liquidadas por seu intermédio, por meio da disponibilização de uma conta de liquidação e uma estrutura de subcontas necessárias ao exercício de suas atividades.

Pelos motivos apresentados na Seção 1 do presente relatório, entendemos que os contratantes da transferência do valor mobiliário ocorrida no ambiente do depositário central – ainda que originadas por instruções advindas de uma outra IMF, no bojo da compensação e liquidação de operações por ela processada – são os respectivos titulares (presentes ou futuros, ou seja, vendedores ou compradores) dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado, conforme refletido na Consulta Pública.

5.1.2. Inadequação de repasse ao contratante de custos decorrentes de imposições regulatórias à B3 e desproporção de valores indicados

A ACS alega, em síntese, que a prestação dos Serviços de CSD pela Central Depositária às IMF decorre de imposição regulatória, nos termos da Instrução CVM 541/13 e, portanto, os custos necessários à operacionalização de tais serviços – refletidos na Política Comercial submetida à Consulta Pública, na Taxa de *Set-up* e na Taxa de Manutenção – deveriam ser arcados integralmente pela B3.

Assim, na visão da ACS, não caberia à B3 simplesmente repassar esse ônus ao próprio contratante dos serviços, sob o risco de configurar efetiva recusa de acesso.

Inicialmente, cumpre esclarecer que a prestação de serviços pela Central Depositária a uma outra IMF é uma atividade dotada de criticidade, dada a sua relevância no contexto das operações objeto de compensação e liquidação por tal IMF.

A prestação de Serviços de CSD para outras IMF requer adaptações na estrutura tecnológica da Central Depositária, impondo investimentos e custos marginais à B3, ou seja, investimentos e custos que não existiriam na ausência da prestação de serviços para a IMF.

Esses investimentos adicionais são necessários uma vez que a capacidade ociosa que possui está dimensionada para o processamento das transações realizadas apenas em seus mercados, portanto toda a capacidade que precisará estar disponível para outras IMF deverá ser construída, o que exigirá investimentos em capacidade adicional, incluindo máquinas, funcionários e, recapacitação dos sistemas da Central Depositária.

A necessidade de tais investimentos foi, inclusive, reconhecida no relatório elaborado pela Oxera para a CVM em 2012, conforme trecho a seguir transcrito abaixo²:

² “Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?”, pg 137-138.

“9.2.3 Custos da Bovespa

A introdução da concorrência poderia afetar custos da Bovespa de três modos:

[...]

- interação com a nova entrante pode resultar em custos adicionais na Bovespa (por exemplo, fornecimento à nova entrante de acesso à infraestrutura de compensação e/ou liquidação).”

Além de reconhecer a existência de custos adicionais, a Oxera também afirmou que estes custos seriam repassados à IMF, conforme abaixo³:

“Como uma companhia listada, Bovespa já está buscando maximização de lucro; portanto, a extensão de ganhos adicionais de eficiência decorrentes de concorrência pode ser questionada. Neste estágio, sem outra evidência, não são feitos ajustes para ganhos de eficiência assumidos. Da mesma forma, em virtude da ambiguidade a respeito da extensão em que a Bovespa precisará interagir com a nova entrante, nenhum ajuste foi feito com relação aos custos adicionais que poderá precisar incorrer, além do custo de fornecer acesso à CCP. **Presume-se que esse custo seja recuperado da nova entrante por meio da tarifa de acesso.**” (grifo nosso).

Tais custos foram, inclusive, explicitados detalhadamente na Consulta Pública.

Na visão da B3, a assunção de tal investimento e dos custos decorrentes representaria um subsídio da B3 à IMF, o que não possui qualquer respaldo na regulamentação em vigor, inclusive sob a perspectiva concorrencial. A B3 reitera que a Taxa de Set-up e Taxa de Manutenção representam apenas o valor desse custo incremental, sem qualquer margem adicional.

Cumpramos ressaltar, ainda, que a pedido da CVM, o valor de ambas as taxas foi verificado por empresa independente, cujo relatório foi apresentado ao órgão regulador.

Por fim, cumpre esclarecer que a Taxa de *Set-up* diz respeito a custos que serão incorridos pela B3 uma única vez, quando de sua preparação inicial para a prestação dos Serviços de CSD. Dessa forma, a B3 se compromete a ajustar a minuta do Ofício Circular atinente aos Serviços de CSD, de modo a prever que,

³ “Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?”, pg 138.

na hipótese de utilização dos Serviços de CSD por mais de uma IMF, a B3 promoverá o devido rateio da Taxa de Set-up entre as IMF.

Nesse cenário, na hipótese de utilização dos Serviços de CSD por uma segunda IMF, o valor equivalente a cinquenta por cento da *Taxa de Set-up* por ela paga será abatido da *Taxa de Manutenção* devida pela primeira IMF a utilizar o serviço. Na hipótese de utilização por mais de duas IMF, tal mecânica será replicada proporcionalmente, de modo a promover o efetivo rateio da Taxa de *Set-up* entre todas as usuárias.

Tal ajuste será também realizado em relação à Taxa de Set-up dos Serviços de CCP.

Em relação ao fato de a Taxa de *Set-up* incluir também o valor referente à Taxa de Manutenção do primeiro ano de prestação de serviços, a B3 esclarece que tal mecânica foi proposta de modo a simplificar os pagamentos a serem feitos pela IMF à B3.

Todavia, em razão dos comentários realizados pela ACS, a B3 esclarece que promoverá os respectivos ajustes na Política Comercial de modo a explicitar a separação desses valores e harmonizar os tratamentos referentes à Taxa de *Set-up* relativa aos Serviços de CSD e Serviços de CCP.

5.1.3. Abusividade e não razoabilidade das contraprestações propostas e benchmarks internacionais como parâmetros adequados para verificação de razoabilidade de preços propostos

A ACS alega, em síntese, que os preços propostos pela B3 para os Serviços de CSD estão excessivamente acima dos preços praticados por centrais depositárias estrangeiras (“CSD”), valendo-se, para tanto, de estudo realizado pela Oxera Consulting Ltda.

Cumprido destacar, inicialmente, conforme destacado na Consulta Pública, que a Proposta Comercial decorre de uma proposta de rebalanceamento das tarifas atualmente cobradas pela B3 em relação aos serviços por ela prestados no bojo da cadeia de negociação e pós-negociação, referente às operações do mercado a vista de renda variável (Rebalanceamento).

O Rebalanceamento proposto tem por objetivo promover harmonização entre os custos e as receitas de cada uma das atividades que compõem a cadeia

de serviços de negociação e pós-negociação referente às operações do mercado a vista de renda variável, estabelecendo uma mesma proporcionalidade em relação aos custos e às receitas associados a cada uma dessas atividades.

5.1.3.1 Estudo ER DESK

De modo a conferir legitimidade a Proposta Comercial, a B3 contratou a consultoria internacional ER Desk para elaboração de uma comparação dos preços praticados por diversas centrais depositárias internacionais (“Estudo ER Desk”).

A comparação de preços constante do Estudo ER Desk se baseia predominantemente em preços praticados por CSD europeias, por haver, naquele mercado, uma realidade concreta de acesso, por parte de IMFs que ali operam, aos serviços de depósito centralizado prestados por diversas centrais depositárias, ocorrendo, portanto:

- (i) Arranjos comerciais semelhantes aos que existirão no Brasil com a entrada em operação de novas CCPs/*clearings*, ou seja, uma CCP/*clearing* acessando uma CSD que não faz parte do seu mesmo grupo econômico, o que torna o uso desse mercado como *benchmark* mais adequado, e
- (ii) Inexistência de subsídios cruzados entre as atividades de CCP/*clearing* e CSD, uma vez que são geridas de forma independente e por entidades empresariais (com fins lucrativos), ao contrário de outras jurisdições, como, por exemplo, a DTC dos Estados Unidos, em que tais atividades são exercidas por entidades sem fins lucrativos (ex.: entidades mutualizadas), o que compromete qualquer tipo de comparação.⁴

Todavia, antes de abordar o resultado desta comparação de preços, cumpre apresentar importantes elementos que devem ser considerados nesse exercício, sob pena das respectivas conclusões restarem distorcidas (o que é o caso do estudo elaborado pela Oxera apresentado pela ACS):

- (i) Utilizar na comparação de preços dos serviços relativos à operacionalização da transferência de ativos somente a tarifa de liquidação, como foi feito na comparação conduzida pela Oxera, é

⁴ O caso americano também deve ser analisado sob a ótica da escala de operação, item que será tratado mais à frente neste documento

subestimar de forma relevante o custo real e efetivo da transferência de ativos em outras jurisdições.

- (ii) Algumas CSDs oferecem tabelas de desconto por volume, trazendo mais um fator que precisa ser incorporado na comparação. Nestes casos, cada investidor paga preço diferente em função do seu volume de operação, o que depende, obviamente, do seu perfil de atuação. No caso da comparação realizada pela ER Desk foram utilizados dados da LCH (*London Clearing House*) e da EuroCCP, *clearings europeias* que são grandes usuárias e acessam as maiores faixas de desconto.

Sendo assim, há que se identificar empresas relevantes para a comparação, cujos serviços suportem a operacionalização de liquidações de ativos em diversas CSDs, bem como os respectivos serviços auxiliares, viabilizando, assim, uma comparação adequada.

Esse é o caso da LCH e da EuroCCP, que divulgam em seus sites as seguintes informações:

- (i) O preço cobrado para processamento de cada instrução de movimentação de ativos para cada uma das CSDs que acessam, incluindo os serviços auxiliares;
- (ii) O custo por instrução definido pela LCH e pela EuroCCP tem por objetivo minimizar o custo de prestação deste serviço⁵.
- (iii) O valor da cobrança é equivalente ao repasse do custo por instrução, sem margem^{6 7}. Há o compromisso de devolução caso o montante cobrado exceda o valor pago.
- (iv) A governança da EuroCCP prevê o monitoramento dos clientes para atendimento dos pontos ii e iii acima⁸.

Diante do acima exposto, é possível concluir que:

- (i) A tarifa para processamento das instruções de liquidação que consta das tabelas de preços da LCH e da EuroCCP converte a complexidade da tarifação das diversas CSDs em uma única tarifa

⁵ Ver Anexo 1 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando a busca pela redução de custos

⁶ Ver Anexo 2 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando que a prestação de serviços ocorre a custo.

⁷ Ver Anexo 3 – Extrato do site da LCH demonstrando que a prestação de serviços ocorre a custo

⁸ Ver Anexo 4 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando a governança envolvendo os clientes e os preços cobrados

de custo por instrução. Esta conversão não se dá com a utilização de premissas, mas através das suas próprias transações.

- (ii) Por terem volume relevante e prestarem serviços para diversos investidores, esta tarifa é minimizada dentro das tabelas de desconto das CSDs, quando aplicável, sendo praticamente um repasse dos custos incorridos pela CCP na atividade de liquidação, como pode ser visto na reprodução do site da LCH⁹.
- (iii) Além disso, cumpre notar que, como forma de ganhar participação de mercado, a EuroCCP tem praticado preços agressivos, conforme notado pelo estudo elaborado pela Thomas Murray, divulgado na presente data pela B3 (“Estudo Thomas Murray”): “(...) *it has been well understood in European capital markets that the EuroCCP settlement fee was set at a level that was judged to be very commercially competitive (indeed, aggressive) in order to attract business that would more usually have flowed almost automatically within the exchange group where the trade was transacted. Equally, for years, EuroCCP was given a financial lifeline from its parent in order progressively to make its way into the European capital market. That implicit subsidy over long periods of time leads us to wonder about the true cost of access figures as EuroCCP has publicized them*”. Portanto, a utilização de preços da EuroCCP com base para a comparação realizada significa considerar valores extremamente competitivos.
- (iv) Por fim, destaca-se que o papel desempenhado pela LCH e pela EuroCCP no contexto do mercado europeu é similar ao papel que será exercido pela ACS no Brasil: de CCP que comanda instruções de liquidação em uma CSD administrada por um terceiro, corroborando a propriedade desta comparação.

Os pontos descritos acima explicam as razões pelas quais a comparação de preços conduzida no Estudo ER Desk tomou como base os preços praticados pela EuroCCP e pela LCH, quais sejam:

- (i) A utilização de dados reais do custo de uma CCP instruir liquidações em diversas CSDs europeias.
- (ii) A simplicidade, prescindindo de notas metodológicas extensas e complexas, uma vez que, em tal estudo, o uso de premissas no cálculo do custo é minimizado.

⁹ Ver Anexo 3 – Extrato do site da LCH demonstrando que a prestação de serviços ocorre a custo

- (iii) EuroCCP e LCH desempenham o mesmo papel que terá a ACS no mercado brasileiro: Uma CCP comandando instruções de liquidação em CSDs pertencentes a grupos econômicos distintos.

A metodologia da comparação de preços realizada pela ER Desk é sólida, baseada em custos efetivamente incorridos por CCPs relevantes, que comandam instruções de liquidação em diferentes CSDs, dentro de um mercado com características que minimizam a ocorrência de distorções na comparação.

A realização da comparação dos preços tendo como base o custo por instrução justifica-se considerando que:

- (i) A EuroCCP e a LCH cobram por instrução.
- (ii) A B3, por ter acesso aos dados granulares de liquidação das transações que ocorrem nos seus ambientes, dispõe dos dados reais para transformação dos custos de *bps* (forma de cobrança da B3) para custo por instrução (forma de cobrança adotada no mercado europeu).
- (iii) O inverso (conversão dos custos por instrução cobrado pela EuroCCP e LCH para cada uma das CSDs em que operam para *bps*) requereria a adoção de premissas, uma vez que os elementos necessários para conversão (ex.: distribuição dos valores das instruções de liquidação) não estão disponíveis. Considerando que tais premissas poderiam trazer erros para a análise, foi adotada a abordagem que reduz a possibilidade de erros, ou seja, a transformação do preço proposto pela B3 na unidade de tarifação utilizada no mercado europeu.
- (iv) A capacidade do sistema de liquidação é dimensionada pela quantidade de instruções a serem processadas, e a instrução é a unidade de medida do serviço, tornando-a a base ideal de comparação.
- (v) A comparação em *bps* não captura a maior complexidade operacional proveniente do processamento de todas as operações no nível do beneficiário final, que se manifesta no maior número de instruções de liquidação, portanto, não reflete adequadamente o serviço prestado, para fins de comparação.

Ademais, esclarecemos que as informações necessárias para cálculo do custo por instrução, considerando a Taxa Transferência CSD, conforme constante da Política Comercial, são¹⁰:

- (i) Volume médio diário de 2016 (ADTV): R\$ 7,115 bilhões
- (ii) Percentual de day trade (2016) (% day trade): 44%
- (iii) Número de instruções de liquidação (2016)¹¹: 21,5 milhões
- (iv) Composição do volume liquidado na CSD: investidores institucionais respondem por 33% e os demais investidores respondem por 67%

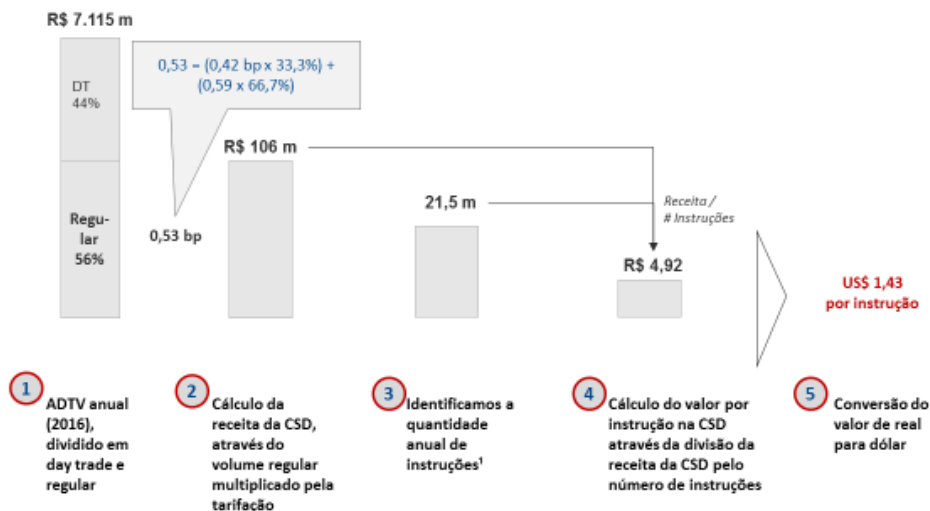
A sequência de cálculo do custo por instrução encontra-se a seguir:

- (i) Cálculo do *bp* médio do volume de negócios que originarão transferências de ativos na CSD: Foi calculada a participação de cada tipo de investidor no volume regular e, com isso, calculada a tarifa média, ponderada pelos preços propostos de 0,42 *bps* para 33,3% do volume negociado e 0,59 *bps* para 66,7% do volume negociado, resultando em 0,53 *bps*;
- (ii) Cálculo do volume de negócios que originarão transferências de ativos na CSD (ADTV multiplicado pelo volume não-*day trade* (1-44%)), que totalizou R\$ 3,984 bilhões;
- (iii) Cálculo da receita com o processamento das transferências de liquidação: Para cálculo da receita obtida com as transferências de liquidação, a tarifa média (0,53 *bps*) foi aplicada sobre o volume que gerará instruções na CSD (R\$ 3,984 bilhões), chegando a uma receita anualizada (249 dias) de R\$106 milhões;
- (iv) Cálculo do valor por instrução: A receita com o processamento das transferências de liquidação foi dividida pela quantidade de instruções de transferência de ativos na CSD correspondente, de 21,5 milhões/ano, resultando num preço médio por instrução de R\$4,92, o que, a uma cotação de USD a R\$3,45, resulta em valor de USD 1,43/instrução¹².

¹⁰ Dados reais de 2016.

¹¹ O número de 23,9 milhões utilizado pela B3 em comunicação anterior referia-se a uma projeção baseada na média diária do segundo semestre de 2016. A quantidade de 21,5 milhões de instruções refere-se à quantidade efetiva de transferências realizadas durante o ano de 2016.

¹² BRL/USD (médio de 2016): 3,45; EUR/USD:1,05



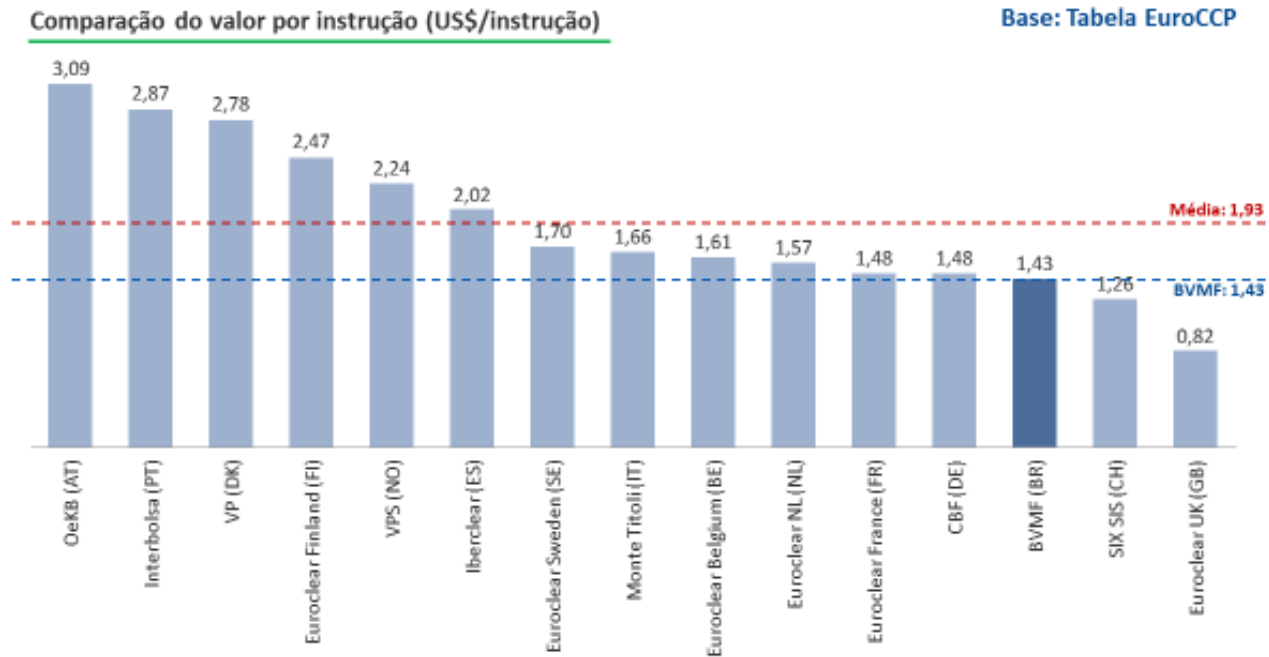
Explicadas as razões para a comparação de preços baseada nos preços cobrados pela LCH e EuroCCP e a forma como a proposta de tarifação foi convertida em custo por instrução, podemos ver os resultados da comparação de preços.

Antes disso, vale mencionar que a Oxera, no estudo apresentado pela ACS, analisou a metodologia adotada pela ER Desk e, em seu relatório, incluiu uma única crítica a ela: a existência de custos internos da CCP nos custos de instrução de liquidação (texto abaixo).

(ECSDA). It should be noted that we use the fee schedules of the relevant CSDs. Although CCPs may also include settlement fees in their fee schedules, these fees will cover not only the fees that the CSD charges to the CCP but also the costs incurred by the CCP itself in relation to settlement whereas the fee schedules published by the CSD contain the settlement fees charged to the investors (i.e. buyer and seller) and the CCP. It would be **incorrect** to use the settlement fee from the CCP fee schedule, since this fee is generally higher than the CSD settlement fee due to any internal **settlement costs incurred by the CCP.**

Este ponto já havia sido considerado pela ER Desk ao reduzir o custo da EuroCCP em 15%. Este ajuste foi baseado em informação proprietária e confidencial. As evidências que amparam tal ajuste foram compartilhadas com a CVM.

O gráfico abaixo mostra a comparação entre a proposta de preço da B3 e os preços cobrados pela EuroCCP, cujo preço médio por transação é de US\$ 1,93/instrução¹³.

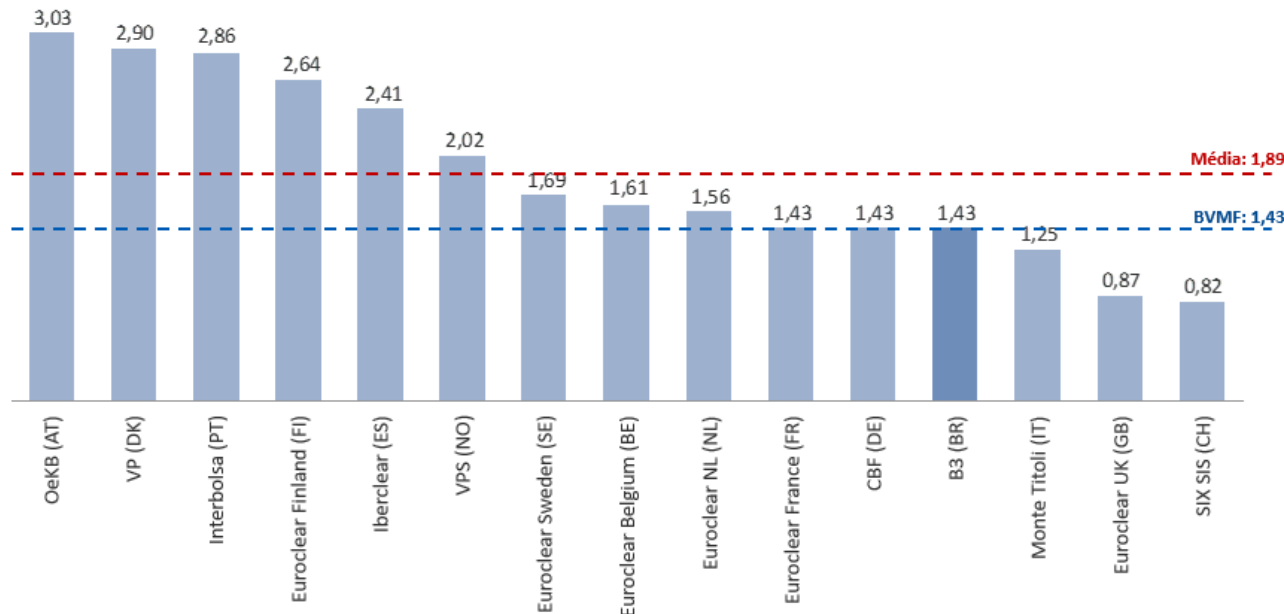


Já o gráfico seguinte está baseado nos preços cobrados pela LCH. Neste caso, o preço médio por instrução é de US\$ 1,89/instrução.

¹³ Os valores das tabelas da EuroCCP e da LCH foram ajustados em 15% para refletir custos internos. Esta informação foi passada à B3 em caráter confidencial e foi compartilhada com a CVM

Comparação do valor por instrução (US\$/instrução)

Base: Tabela LCH



Podemos, ainda, observar nos gráficos acima que as CSDs onde são mantidas as posições no nível do beneficiário final (Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia) possuem custos muito superiores aos demais países europeus. Na EuroCCP, a liquidação em países com beneficiário final custa em média USD2,30 (19% superior ao preço médio em países com conta *omnibus* e 61% maior que o preço proposto pela B3), enquanto na LCH, o custo é de USD 2,72 (44% superior ao preço médio em países com conta *omnibus* e 90% maior que o preço proposto pela B3).

A comparação mostra que os preços propostos pela B3 para a Taxa de Transferência CSD estão entre os mais baixos dentre os países utilizados na análise, mesmo a B3 oferecendo tal serviço no nível do beneficiário final, incluindo serviços que, em outras jurisdições, são realizadas pelo custodiante (e.g segregação das posições no nível do beneficiário final).

5.1.3.2 Estudo Oxera

A ACS, todavia, defende que a comparação entre os preços cobrados pelas CSDs deve ser feita em termos dos *bps* cobrados por estas entidades. A comparação em *bps* está amparada por comparação de preços realizada pela

Oxera, que utilizou os seguintes dados: o preço cobrado pelas CSDs e o valor médio por instrução.

Entretanto, a análise do estudo da Oxera adota, a nosso ver, premissas equivocadas e que resultam em conclusões incorretas, conforme abaixo relacionado.

1. **Estudo preparado pela Oxera não considera os valores constantes da Política Comercial, conforme divulgada por meio da Consulta Pública** – o que representa uma discrepância de mais de 35%.
2. **Cotação do dólar para conversão e comparação dos preços** – utilização do dólar médio de um período de 12 anos (2004-2016) com a justificativa de normalizar as variações, o que representa um afastamento substancial do patamar da taxa de câmbio atual.
3. **Amostra de CSDs** – inclusão de outliers sem tratamento adequado.
4. **Custo de instrução de liquidação (numerador do cálculo do custo em bps)** – consideração de apenas parte do serviço necessário para a liquidação e uso indiscriminado de simplificações.
5. **Valor médio por instrução (denominador do cálculo do custo em bps)** – uso de premissas sem justificativas.
6. **Média como métrica representativa da distribuição das instruções de liquidação** – análises incorretas por basear estudo em médias e ignorar as distribuições.

Estes pontos serão detalhados a seguir.

1. **O estudo preparado pela Oxera não considera a última proposta feita pela B3.**

O estudo realizado Oxera não considerou a Taxa Transferência CSD constante da Proposta Comercial, conforme tabela abaixo.

	Investidores institucionais	Demais investidores
--	-----------------------------	---------------------

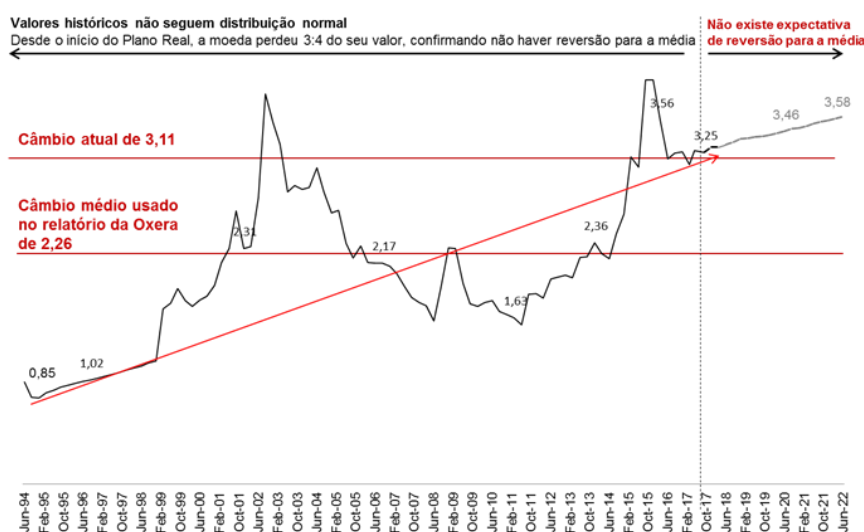
	Valor utilizado pela Oxera	Proposta B3	Varição	Valor utilizado pela Oxera	Proposta B3	Varição
Tarifa Transferência CSD	0,67 bp	0,42 bp	-37,3%	0,92 bp	0,59 bp	-35,9%

2. Cotação do dólar para conversão e comparação dos preços

O estudo preparado pela Oxera, ao buscar efetuar a comparação entre o preço proposto para a Taxa Transferência CSD e o preço praticado em relação tal serviço em outras jurisdições, considera uma média de 12 anos (2004 – 2016) para a cotação do real frente ao dólar, com a justificativa de normalizar as variações.

Entretanto, tal premissa somente faria sentido caso existisse expectativa factível de que a cotação real/dólar retornasse, no futuro, a patamares próximos à média do período de 12 anos utilizado. Tal expectativa, todavia, não é realista, considerando as perspectivas atuais em relação à taxa de câmbio, conforme se depreende a partir da análise das cotações do dólar futuro e das previsões constantes do Boletim Focus, elaborado pelo Banco Central.

A. Cotação do futuro de dólar



B. Previsão da cotação BRL/US\$ de acordo com o Boletim Focus (Banco Central do Brasil)

Taxa de Câmbio - R\$/US\$ - Mediana - Fim do ano	Boletim Focus de 01/03/2017 – boletim mais próximo do dia de divulgação do documento preparado pela Oxera	Boletim Focus de 09/06/2017 – boletim mais recente
2017	3,30	3,30
2018	3,40	3,40
2019	3,50	3,48
2020	3,59	3,50
2021	3,69	3,60
Cotação R\$/US\$ utilizada pela Oxera para conversão dos preços	2,26	

A opção metodológica pela utilização da média de 12 anos em reação a taxa de câmbio distorce a comparação de preços efetuada no estudo da Oxera em 27,3%, se considerarmos a cotação do dólar da data em que o estudo foi elaborado (R\$ 3,11).

Dessa forma, se o objetivo é utilizar uma média de longo prazo, e considerando que há diferença relevante entre a taxa de inflação do Brasil e dos Estados Unidos, é necessário que seja efetuado o cálculo da taxa de câmbio real, a partir do diferencial da taxa de inflação verificada nos dois países.

Assim, partindo de uma cotação R\$/US\$ do início de cada período e corrigindo estas taxas de câmbio pelo diferencial de inflação acumulado até 2016 vemos que a taxa de câmbio que deveria ter sido utilizada na comparação seria R\$ 3,21 e não R\$ 2,26.

	Inflação anual		Inflação acumulada do Ano Base até fim de 2016			R\$/US\$	
	Brasil (IPCA) (A)	EUA (CPI) (B)	Brasil (IPCA) (C)	EUA (CPI) (D)	Diferencial (1+C)/(1+D) (E)	Cotação início do período (F)	Cotação corrigida pelo diferencial de inflação (F) X (1+E)
2004	7,60%	3,26%	114,10%	31,00%	63,44%	2,8862	4,7171

2005	5,69%	3,42%	98,98%	26,87%	56,84%	2,6682	4,1847
2006	3,14%	2,54%	88,27%	22,68%	53,46%	2,3370	3,5864
2007	4,45%	4,08%	82,53%	19,64%	52,57%	2,1342	3,2562
2008	5,90%	0,09%	74,76%	14,95%	52,03%	1,7742	2,6974
2009	4,31%	2,72%	65,02%	14,84%	43,69%	2,3298	3,3478
2010	5,90%	1,50%	58,20%	11,80%	41,50%	1,7240	2,4395
2011	6,50%	2,96%	49,39%	10,15%	35,62%	1,6510	2,2391
2012	5,83%	1,74%	40,27%	6,98%	31,11%	1,8683	2,4496
2013	5,91%	1,50%	32,54%	5,15%	26,05%	2,0415	2,5733
2014	6,40%	0,76%	25,15%	3,60%	20,80%	2,3975	2,8962
2015	10,67%	0,73%	17,62%	2,82%	14,39%	2,6929	3,0805
2016	6,28%	2,07%	6,28%	2,07%	4,12%	4,0387	4,2051
	Média das cotações						3,2056

Neste caso, a distorção nos resultados da comparação constante do estudo elaborado pela Oxera, decorrente da opção metodológica equivocada acima descrita é ainda maior que no caso anterior, chegando a aproximadamente 29,5%.

3. Amostra de CSDs

A Oxera apresenta os seguintes critérios de seleção dos países da amostra do estudo:

“Comparator sample

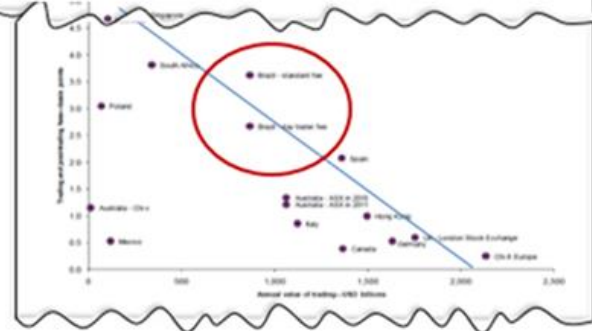
We include a range of financial centres: financial centres with CSDs that are likely to have fees that are cost-reflective (e.g. DTC in the USA, which is user-owned; and TARGET2-Securities, T2S, which has been developed by the European Central Bank); financial centres where competition has been introduced at the level of trading and/or clearing (i.e. where different parties have access to the CSD); large and smaller financial centres; and financial centres with and without end-investor account systems.”

Antes de avaliar os países selecionados, convém qualificarmos alguns pontos que devem ser considerados a respeito das CSDs selecionadas para a comparação:

- (i) Escala é um fator determinante, de modo que a comparação de mercados deve estar atenta à diferença de tamanho entre os

mercados avaliados. Este ponto é reconhecido pela própria Oxera no estudo realizado em 2012 para a CVM¹⁴, no qual afirma existirem fortes evidências de economias de escala. Sob esta ótica, não se pode afirmar que os preços do mercado brasileiros estão desalinhados.

A figura abaixo apresenta a relação entre o custo total associado a serviços de infraestrutura de negociação e pós-negociação, bem como o montante de negociação em cada bolsa. Em comparação com a análise de custos de negociação apenas, quando os custos de serviços de pós-negociação estão incorporados, a evidência de economia de escala é bastante forte. Isso sugere que, quando a escala de negociação no Brasil é levada em conta, os custos não estão necessariamente defasados em relação àqueles observados em outros centros financeiros internacionais.



- (ii) A natureza econômica das entidades que exercem atividades de CSD (se entidades com finalidade lucrativa ou se entidades sem fins lucrativos).
- (iii) O fato de que os diferentes modelos de liquidação se refletem em diferentes arranjos operacionais, conforme esclarece o estudo da consultoria Thomas Murray:

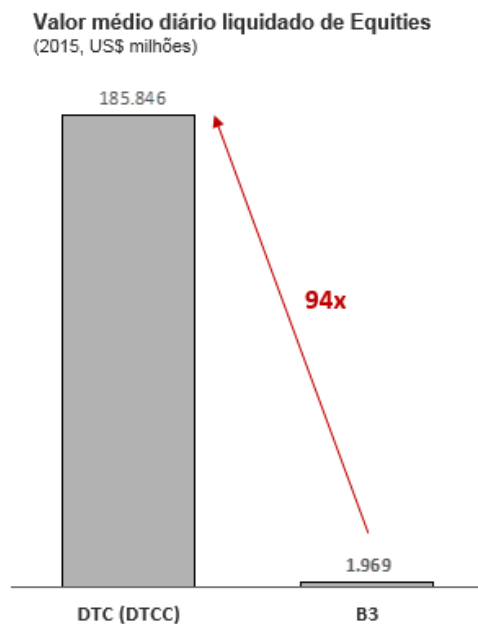
“Every infrastructure’s fee table is a product of its own history and market circumstances; none is easily compared directly to any other.”

Ressalta-se, assim, a necessidade de consideração e cotejamento das diferenças entre os diversos mercados comparados e avaliação das limitações decorrentes, evitando, deste modo, exercícios simplistas e conclusões superficiais.

¹⁴ “Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?” – Material elaborado pela Oxera, comissionado pela CVM – Sumário Executivo, página iv.

Com base no que foi exposto acima, entendemos que são inadequados os seguintes casos de comparação:

DTC (EUA): A Oxera incluiu a CSD americana na comparação e ignorou a sua escala, que é significativamente maior que os demais casos da amostra (a escala da DTC é cerca de cem vezes maior que a CSD brasileira).



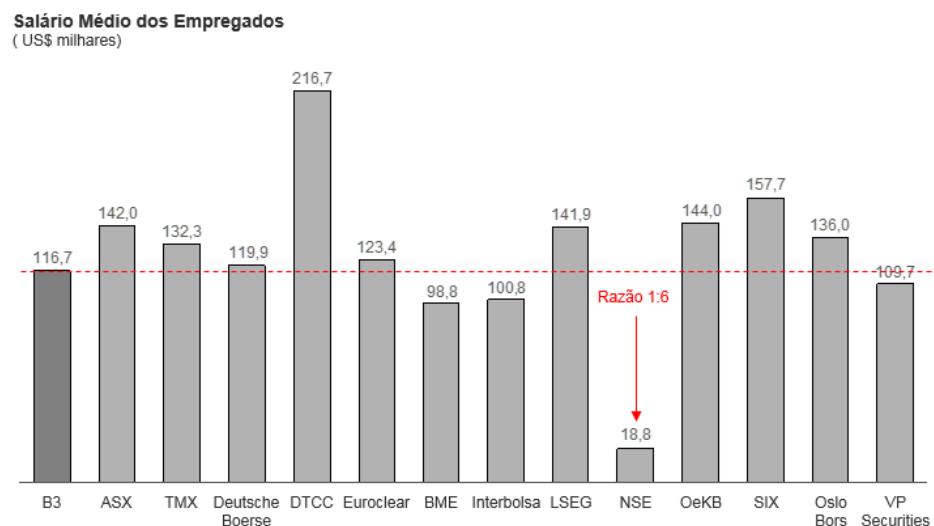
T2S (Europa): A Oxera considerou T2S (Europa) na comparação como se fosse uma CSD independente e não uma plataforma tecnológica do Banco Central Europeu (ECB). Na verdade, os custos de T2S são uma parte do custo de liquidação na Europa, o qual deve ser considerado como um componente adicional aos custos de cada CSD europeia, e não como um caso de comparação independente.

CDS (Canadá): A depositária canadense (CDS) foi incluída na amostra sem que se atentasse ao fato da liquidação ocorrer em *real time* pelo valor bruto. A implicação dessa diferença operacional faz com que o Canadá, a despeito de ter um número de negócios 22 vezes menor que EUA, gere 20% mais instruções do que esse país, ou ainda, mais instruções do que todas as demais CSDs somadas. Pelos motivos explicados acima, não consideramos o Canadá como uma jurisdição que deva ser considerada na comparação.

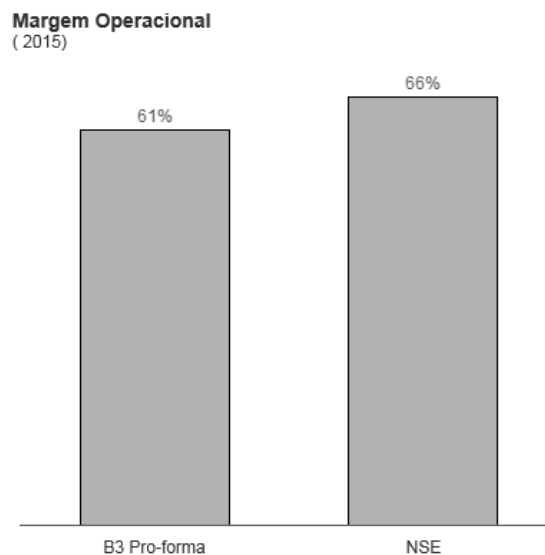
In addition to depository services, CDSX facilitates the clearing⁴ and settlement of Canadian dollar-denominated debt, money market and equity securities. It can be described as a model 2 delivery-versus-payment (DVP) mechanism:⁵ transactions are settled with securities ownership moving on a gross basis in real time while net funds positions are settled at the end of the day via the LVTS.⁶ The risk management arrangements ensure that CDSX could

Fonte: BIS - Payment, clearing & settlement systems in Canada

NSDL/NSE (Índia): Uma das razões pelas quais a Índia pratica preços inferiores aos demais países da amostra está relacionada aos custos de produção que, neste país, são estruturalmente menores, como pode ser visto na comparação do salário médio por empregado mostrado na figura abaixo:



Como os custos são mais baixos, a NSE consegue, mesmo cobrando preços menores, ter uma margem operacional da mesma magnitude da margem da B3, como pode ser visto abaixo:



Fonte: NSE FY16 Annual Report, Dados B3

Não por coincidência, a média do custo por instrução dos *outliers* apontados acima é de apenas 8% da média do custo por instrução das demais CSDs incluídas no estudo da Oxera. A inclusão desses casos sem qualquer ajuste gera distorção grave na conclusão do mesmo.

A seleção dos mercados para os efeitos de comparações dessa natureza não deve partir do pressuposto que todos têm a mesma característica. Faz-se necessária uma avaliação mais profunda, considerando os diferentes perfis e parâmetros. O estudo ER Desk buscou efetuar tal comparação a partir de mercados com estruturas semelhantes ao brasileiro com a introdução da competição, sobretudo no cenário projetado de acesso da ACS à Central Depositária.

4. Custo de instrução de liquidação (numerador do cálculo do custo em bps)

Comparação de custos baseada apenas na tarifa de transferência

A comparação baseada apenas na tarifa de transferência das diversas CSDs é simplista e incompleta. Não se trata de questionar o fato que as liquidações são operacionalizadas por meio de transferência de ativos entre contas da CSD, mas

sim reconhecer que as instituições que liquidam operações nas principais CSDs necessitam de outros serviços para completar o processo de liquidação.

A própria Oxera, no caso da Alemanha, não considera apenas o custo de liquidação, incluindo o custo de comunicação e de T2S¹⁵, demonstrando, assim, que entende que a inclusão de serviços adicionais é necessária para a operacionalização de uma instrução de liquidação. A inclusão desses serviços complementares na Alemanha fez com que o custo subisse 50% (EUR0,25 para EUR0,38). Não há razão para que ajuste similar não tenha sido feito para as demais CSDs.

Algumas CSDs possuem custos de *membership* e custos vinculados à comunicação, mensageria, *reporting*, entre outros. Sem ajuste, os números apresentados pela Oxera para cada CSD não representam corretamente o custo total de processamento de uma instrução de liquidação o que torna a comparação incorreta.

Uso intensivo de premissas simplificadoras

Entendemos que a qualidade de um estudo e a robustez de suas conclusões estão diretamente relacionadas à qualidade das premissas adotadas. Nesse sentido, temos restrições sobre a quantidade e a qualidade das premissas que embasam o trabalho da consultoria Oxera apresentado pela ACS.

Apresentamos, a seguir, questionamentos quanto às premissas explícitas utilizadas que, a nosso ver, precisam ser explicadas, e não apenas listadas, como fez Oxera em seu estudo.

Nota	Premissa	Questionamento B3
1	Página 11 – Nota 1 da tabela 4.2: <i>“CDS charges a higher fee for real-time settlement. Oxera <u>has been informed</u> that the majority of settlements at CDS go through the batch settlement system, and we therefore use the fee of CAD 0.03 applicable for this settlement type. If the real-time settlement fee were used instead, the fee per cleared trade would be R\$0.9.”</i>	Não foram disponibilizadas evidências de que a premissa é representativa do preço efetivamente pago pelos investidores

¹⁵ “The Clearstream fee is based on the security leg, all inclusive communication and T2S investment cost contribution components of the settlement fee. The fee for the cash leg (€ 0.150) is not applied because it does not relate to a service that ACS requires from B3.” – Benchmarking of Brasil Bolsa Balcão’s proposed securities transfer fee – note prepared for ACS –Oxera, 19 May 2017 – página 11

2	Página 11 – Nota 3 da tabela 4.2: <i>“Based on the average of the fee of SEK 1 for deposit/withdrawal and SEK 1.7 for receipts/delivery that are registered before 12am. Euroclear Sweden charges a higher fee of SEK 5 (deposit/withdrawal)/SEK 5.10 (receipts/delivery) for settlements registered after 12am...”</i>	Não foram disponibilizadas evidências de que a premissa é representativa do preço efetivamente pago pelos investidores
3	Página 11 – Nota 4 da tabela 4.2: <i>“The Monte Titoli fee is based on the average fee for a direct and indirect participant.”</i>	Não foram disponibilizadas evidências de que a premissa é representativa do preço efetivamente pago pelos investidores
4	Página 11 – Nota 5 da tabela 4.2: <i>“The VPS fee is based on the average of the fee per netted transaction between investment firm and a CCP (NOK 6) and the fee for transactions with investors (NOK 4), as we understand that either one of the two fees could be applicable, depending on the type of settlement”</i>	Não foram disponibilizadas evidências de que a premissa é representativa do preço efetivamente pago pelos investidores
5	Página 9 – Nota 18: <i>“Applying the settlement fees four times in Australia and Canada, as in Europe, would not alter the conclusions drawn about BVMF’s fees, since the settlement fees at ASX in Australia and CDS in Canada are several times lower than those at BVMF.”</i>	O número de instruções tarifadas nos dois mercados não foi informado
6	Página 11 – Tabela 4.2: <i>“Fee per settlement instruction (local currency)”</i> para a Interbolsa, de EUR 0,11	Valor não corresponde ao preço da tabela divulgada no site ¹⁶ , de EUR 0,30
7	Página 11 – Tabela 4.2: <i>“Fee per settlement instruction (local currency)”</i> para a NSDL, de INR 1,00”	Valor não corresponde ao preço da tabela divulgada no site ¹⁷ , de INR 4,50.

Note como exemplo a nota 1 acima, que trata do caso canadense. A diferença entre os preços cobrados pela CDS é da ordem de 15 vezes, dado que a Oxera utilizou o preço de R\$ 0,06 (CAD 0,03 convertidos segundo a taxa de câmbio de 2,02 BRL/CAD utilizada pela Oxera) e R\$ 0,90.

Outro caso que chama atenção é a nota 18 da página 9, em que a consultoria se abstém do ajuste, baseada no entendimento que isso não alteraria a conclusão, dado que os preços são supostamente *“several times lower than those at BVMF”*

5. Valor médio por instrução (denominador do cálculo do custo em bps)

¹⁶<https://www.interbolsa.pt/Portals/0/Ficheiros/Regulamentos/Consolidados/RegulamentoIB.2005.06.Consolidado.PT.pdf>

¹⁷ <https://nsdl.co.in/downloadables/charges/Fees%20and%20Charges%20to%20DPs.pdf>

O valor médio das instruções de liquidação é impactado por fatores alheios ao controle da CSD, tais quais a participação de cada tipo de investidor, o valor das ações negociadas em cada mercado, entre outros.

O cálculo do valor médio de instrução foi feito pela Oxera a partir de diversas fontes de dados, sem consistência nos critérios.

Há, ainda, inclusão de instruções FOP (“*Free of Payment*”) ao invés de apenas DVP (“*Delivery versus Payment*”), efetivamente associado aos Serviços de CSD. Esse erro tende a aumentar o valor médio das instruções.

Apenas para exemplificar o impacto que esse erro pode causar nas conclusões, calculamos o valor médio da instrução na B3 usando a mesma metodologia que a Oxera utilizou para calcular o valor médio dos outros países: valor total liquidado (DVP + FOP) dividido por quantidade total de instruções (DVP + FOP). O resultado daria R\$277.000, ao invés dos R\$49.000 calculados¹⁸

Abaixo listamos algumas das premissas adotadas pela Oxera que impactam o cálculo do valor médio por instrução:

Nota	Premissa	Questionamento B3
1	<p>Interbolsa e VP Securities</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido na ECSDA sem segregação por tipo de instrução (DVP ou FOP) e por classe de ativo (ações – equities, – e demais classes de ativos).</p> <p>b. Em relação a participação de equities no total, a consultoria afirma:</p> <p><i>“we scale down the average settlement value by c.80%, which reflects the ratio of the value of a non-equity settlement to the average value of securities settlement for the other comparators for which the split is available”</i></p>	<p>Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços</p>

¹⁸ A Oxera utilizou metodologia diferente da usada para os demais países para calcular o valor médio de instrução da B3. No caso da B3, a Oxera desconsiderou o volume liquidado em FOP.

2	<p>Iberclear e da OeKB</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido na ECSDA sem segregação por tipo de instrução (DVP ou FOP) e por classe de ativo (ações – equities, – e demais classes de ativos).</p> <p>b. Relação entre equities e outras classes de ativos calculada com base em dados de trading da WFE.</p>	<p>Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços</p>
3	<p>VPS</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido na ECSDA sem segregação por tipo de instrução (DVP ou FOP) e por classe de ativo (ações – equities, – e demais classes de ativos).</p> <p>b. Diferentemente da metodologia aplicada em outros países da amostra, na VPS a Oxera não realiza nenhum ajuste nos dados, para isolar valores referentes a equities.</p>	<p>Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços</p>
4	<p>DTC</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido no BIS sem segregação por tipo de instrução (DVP ou FOP) e por classe de ativo (ações – equities, e demais classes de ativos).</p> <p>Em relação a participação de ações no total, a consultoria afirma: <i>“we scale down the average settlement value by c.80%, which reflects the ratio of the value of a non-equity settlement to the average value of securities settlement for the other comparators for which the split is available”</i></p>	<p>Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços</p>
5	<p>SIX SIS</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido no BIS sem</p>	<p>Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no</p>

	<p>segregação por tipo de instrução (DVP ou FOP) e por classe de ativo (ações – equities, e demais classes de ativos).</p> <p>b. Relação entre equities e outras classes de ativos calculada com base em dados de trading da WFE.</p>	mercado de ações, objeto da comparação de preços
6	<p>Euroclear France, Euroclear Sweden, Euroclear UK e Clearstream</p> <p>a. O número de instruções utilizado na comparação foi obtido no BIS e foram utilizadas tanto as instruções DVP quanto FOP.</p>	Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços
7	<p>NSDL</p> <p>a. O número de instruções utilizados na comparação foi obtido no BIS. Entretanto, todas as instruções estão classificadas como FOP.</p>	Não foram disponibilizadas evidências que o número de instruções utilizado está em linha com as instruções DVP no mercado de ações, objeto da comparação de preços
8	<p>Monte Titoli, Euroclear UK e VPS</p>	Os valores não puderam ser reconciliados com as fontes informadas.

A utilização de premissas simplificadoras afeta praticamente todos os mercados utilizados na comparação de preços.

6. Média como métrica representativa da distribuição das instruções de liquidação

Conforme pudemos demonstrar acima, existem problemas metodológicos significativos tanto no numerador como no denominador do cálculo do custo em *bps* proposto pela Oxera no estudo apresentado pela ACS. Esses pontos já bastariam para desqualificar a comparação de preços na forma que foi realizada em tal estudo.

Há, ainda, outro item a ser analisado, qual seja a metodologia de comparação a partir de médias.

Isso porque, antes de ser realizada qualquer comparação por médias, é necessário avaliar sua representatividade (uma vez que podem ser substancialmente afetadas por *outliers*).

Testamos esta premissa, a seguir, utilizando dados reais do mercado brasileiro.

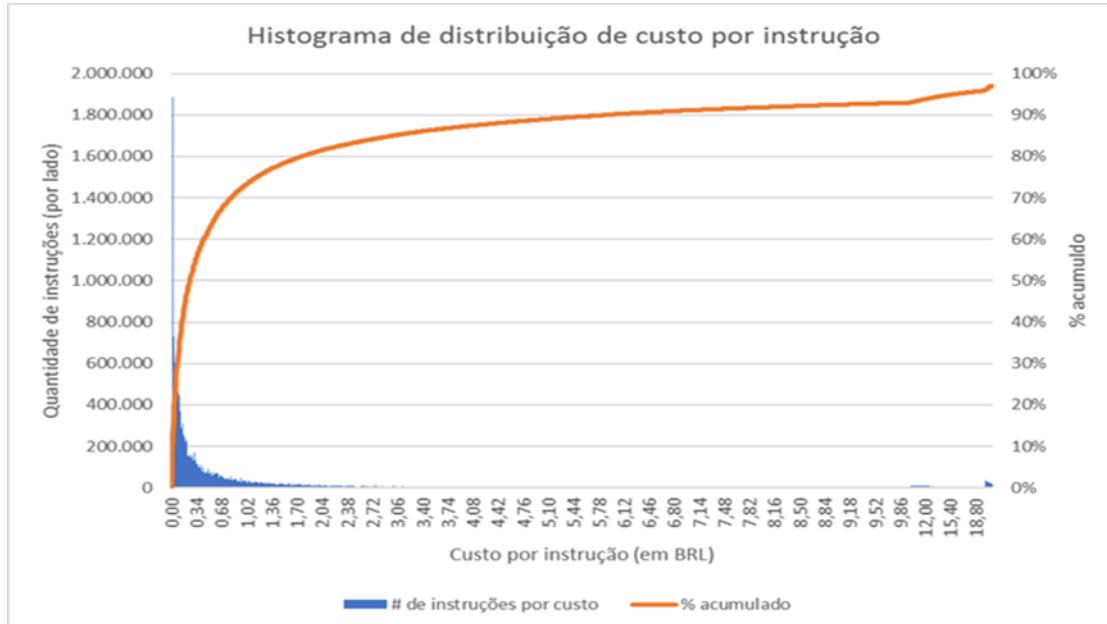
A análise da distribuição de instruções de liquidação do mercado brasileiro mostra que há grande concentração nos menores valores. Poucas instruções têm valores próximos à média, o que indica que a comparação por médias não reflete a realidade na maior parte dos casos.

Podemos ver na distribuição¹⁹ abaixo que o custo por instrução efetivamente pago na B3 é muito inferior ao custo médio calculado pela Oxera para a maioria absoluta dos casos. Enquanto a Oxera calculou que uma instrução média custa R\$2,60 (R\$49.000 x 0,53 *bps*), os números reais mostram que a mediana dos valores pagos por instrução é de apenas R\$0,25, ou seja, a média é mais de 10x superior à mediana.

A consequência da distribuição das instruções de liquidação ser concentrada em baixos valores é que em mais de 85% das liquidações custam menos do que os R\$2,60, demonstrando que a média não é uma boa métrica para a comparação do verdadeiro impacto sobre os investidores.

Aprofundando a análise, percebe-se que a média não é a métrica mais representativa nessa distribuição: em 62% das instruções reais o custo da B3 fica entre o intervalo de R\$0,00 e R\$0,50 (+/- R\$0,25 em torno da mediana), enquanto apenas 2% das instruções custam entre R\$2,35 e R\$2,85 (+/- R\$0,25 em torno da média calculada pela Oxera), o que mostra que a mediana, nesse caso, é mais representativa que a média.

¹⁹ Dados reais de instruções de liquidação ocorridas em 2016



A simplificação realizada no estudo elaborado pela Oxera, de fazer a comparação baseada exclusivamente na média sem levar em consideração a distribuição do valor das instruções de liquidação no Brasil, resulta em conclusões erradas e, portanto, deve ser evitada.

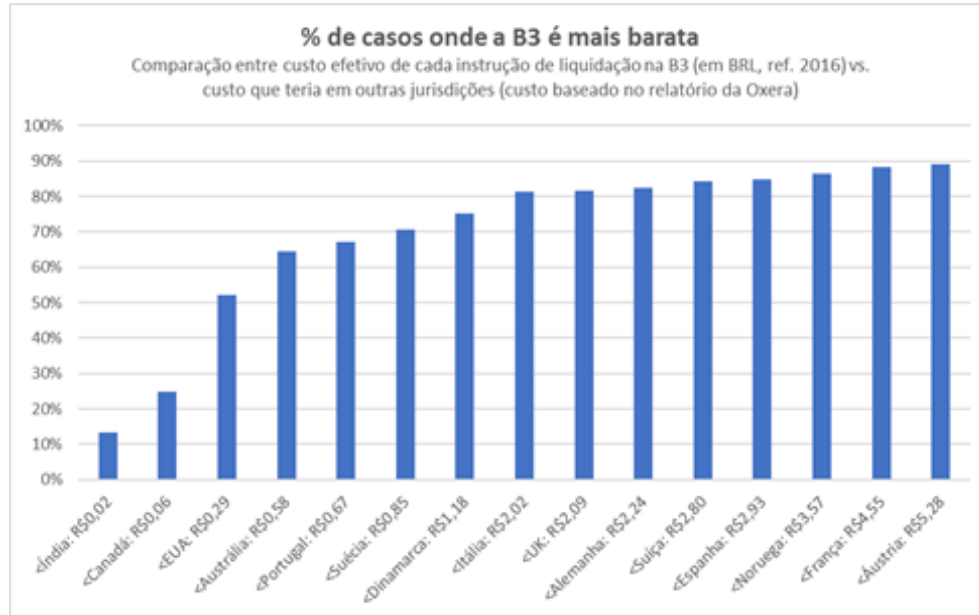
Essa mesma simplificação foi usada pela Oxera no cálculo do custo médio por *bps* em todos os demais países.

Sendo assim, sem que se apresente a distribuição do tamanho das instruções de liquidação dos demais países, o que permitiria uma comparação estatisticamente correta, a comparação por *bps* proposta no estudo preparado pela Oxera deve ser descartada.

5.1.3.3 Comparação dos custos reais de instrução de liquidação

A B3, por ter dados granulares de instruções realizadas em sua Central Depositária, é capaz de fazer comparações não por médias, mas por instrução.

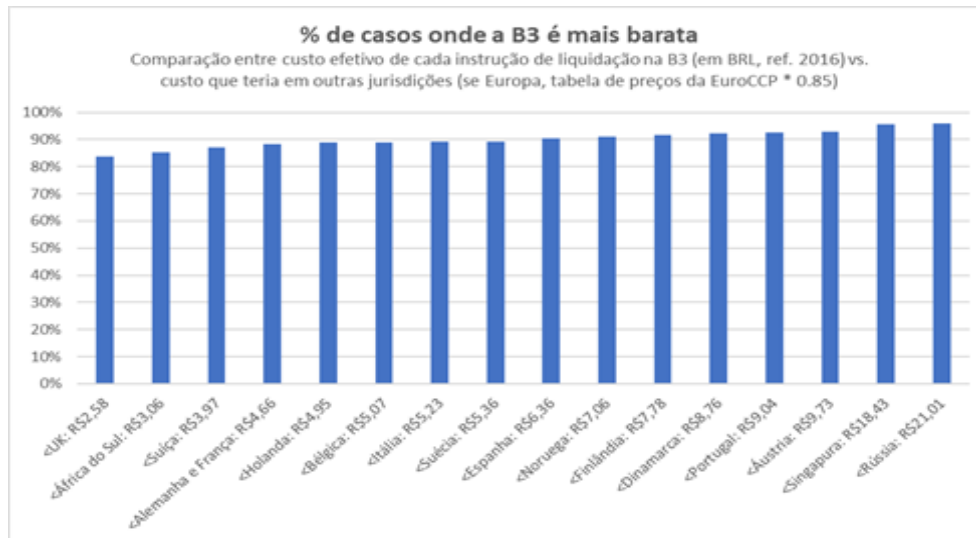
Comparando os custos reais de liquidação com os preços praticados em outras jurisdições, vê-se que o investidor que negocia no Brasil paga consistentemente menos que os investidores que negociam em outros países, conforme demonstrado no gráfico abaixo:



Ao comparar o preço pago pelos investidores no Brasil com o valor pago pelos investidores no Reino Unido, por exemplo, conclui-se que em mais de 80% dos casos os investidores brasileiros pagam menos do que pagariam no Reino Unido. O mesmo acontece com praticamente todos os países utilizados na comparação de preços realizada pela Oxera demonstrando a competitividade da proposta de preços apresentada pela B3 e o verdadeiro impacto dos preços no investidor final.

A mesma conclusão se aplica quando a proposta de preços da B3 é comparada com os preços praticados pela EuroCCP, que pode ser observada no gráfico a seguir²⁰:

²⁰ Os valores das tabelas da EuroCCP e da LCH foram ajustados em 15% para refletir custos internos. Esta informação foi passada à B3 em caráter confidencial e foi compartilhada com a CVM



Essa comparação, usando dados reais, granulares e sem premissas, demonstra como o preço por instrução da B3, conforme Taxa de Transferência CSD, é, na prática, mais baixo que na grande maioria dos casos.

5.1.4. Ausência de transparência e inadequação dos pressupostos dos preços propostos

A ACS alega, em síntese, que a Consulta Pública não é transparente com relação a informações relacionadas à metodologia para estabelecimento de preço pelos Serviços de CSD

Inicialmente, entendemos que são oportunos alguns esclarecimentos sobre as discussões havidas com CADE e CVM ao longo do processo de análise e aprovação da operação de combinação de negócios entre BM&FBOVESPA com CETIP (“Operação”), bem como acerca dos compromissos assumidos perante tais autoridades.

Nesse sentido, ao longo do referido processo os principais pontos de atenção dos órgãos reguladores foram justamente (i) a governança aplicada à precificação dos produtos e serviços oferecidos pela B3; e (ii) as condições de acesso a seus serviços de contraparte central e de depósito centralizados por outras infraestruturas de mercado financeiro (IMF).

A esse respeito, cumpre destacar o compromisso assumido perante a CVM de manter a segregação funcional das atividades de negociação,

compensação e liquidação e depósito centralizado, referentes ao mercado à vista de renda variável, bem como de entrega anual à CVM de demonstrativos de resultado gerenciais auditados relativos a estas atividades, conforme transcrição abaixo do MEMO/CVM/SMI/Nº 003/2017, elaborado pela SMI-CVM no bojo do processo de aprovação da Operação (Relatório SMI):

“35. No entanto, visando a demonstrar à CVM a coerência de sua política de preços, a BVMF se compromete a manter a segregação funcional de suas atividades de negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado, bem como a elaborar e disponibilizar à CVM, em caráter confidencial, demonstrativos de resultado do exercício gerenciais relativos a cada uma das antes mencionadas atividades, devidamente auditados por auditor independente registrado na CVM”.

Em vista deste compromisso, a alegação da ACS acerca da possibilidade de a B3 operar um eventual aumento arbitrário de preços relativos à atividade de central depositária se comprova improcedente. A obrigação assumida pela B3, de segregação funcional de suas atividades, denota justamente o oposto, ou seja, o compromisso de estabelecer, em relação às atividades da central depositária, uma margem de lucro compatível com todas as demais atividades exercidas pela B3, sem que faça sentido cogitar em conduta discriminatória, apresentando as evidências a esse respeito, anualmente, para a CVM.

Evidente, portanto, que qualquer conduta diversa seria facilmente detectada pelo órgão regulador, que dispõe de toda a competência legal e de ferramentas necessárias para agir caso julgue haver alteração abusiva de preços, que seria observada no desequilíbrio das margens entre as atividades.

A proposta de preços submetida à consulta pública foi amplamente discutida com os órgãos reguladores durante o processo de aprovação da Operação, decorrendo tal discussão justamente da segregação funcional de atividades e respectiva análise dos demonstrativos de resultado gerenciais auditados acima referidos. Tal proposta equaliza as margens das diferentes atividades, conforme evidenciado no Relatório SMI²¹:

“31. Para atendimento da solicitação da SMI, a BVMF definiu as contraprestações de forma que as receitas sejam proporcionais aos custos que foram alocados a cada atividade (negociação, CCP e CSD). A Tabela II apresenta a proposta feita pela BVMF para cobrança dos serviços, considerando a prestação de serviços para outras infraestruturas de mercado financeiro”.

²¹ Cf. MEMO/CVM/SMI/Nº 003/2017.

Igualmente, a alegação da ACS a respeito da suposta falta de informações para verificação da adequação da proposta de preços apresentada pela B3 é também improcedente.

Todas as informações que respaldam tal proposta de preços foram apresentadas à CVM no âmbito do processo de aprovação da Operação, a quem compete avaliar sua razoabilidade e adesão aos direcionadores prescritos na regulamentação aplicável. Tais informações, ademais, contêm aspectos confidenciais atinentes às atividades da B3, sendo imprópria a requisição da ACS – potencial concorrente da B3 nos segmentos de negociação, compensação e liquidação, no mercado à vista de renda variável – de acesso a tais informações de forma desagregada.

5.1.5. Política Comercial proposta pela B3 representa nova tentativa de movimentação anticoncorrencial de preço

A ACS alega, em síntese, que a Política Comercial proposta para os Serviços de CSD representa nova tentativa de movimentação anticoncorrencial de preço pela B3 - tal qual, segundo a alegação da ACS, aquela realizada pela então BM&FBOVESPA em 2011.

Cumprido destacar, a esse respeito, que a alteração da política de tarifação implementada pela então BM&FBOVESPA em 2011 teve por objetivo a eliminação de subsídios cruzados que, até então, existiam entre os serviços de negociação e pós-negociação.

Para compreender os movimentos na tarifação da então BM&FBOVESPA nos últimos anos, é determinante entender o contexto da evolução regulatória e tecnológica do mercado de valores mobiliários brasileiro ao longo das últimas décadas.

Durante os anos 90, a regulação do mercado de valores mobiliários sofreu importantes transformações, principalmente após a forte crise financeira e de credibilidade deflagrada no final da década de 1980, que praticamente levou ao fim das atividades da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ, principal bolsa de valores em atividade no Brasil à época.

Alguns aspectos podem caracterizar o início dessa mudança como a edição da Resolução nº 1.289/87, do Conselho Monetário Nacional, que, por meio de seu Anexo IV, passou a disciplinar a entrada de recursos de investidores não residentes no mercado de valores mobiliários, viabilizando o ingresso de um

novo tipo de investidor, com um perfil de exigências de controle, transparência e segurança institucional diferente do praticado até aquele momento.

Outro aspecto foi a própria desmaterialização dos ativos financeiros e valores mobiliários, que passaram a ser predominantemente escriturais, especialmente quando objeto de negociação em mercado de bolsa, devendo, portanto, ser depositados em depositários centrais sob regime de propriedade fiduciária.

No âmbito organizacional e regulatório, houve uma grande evolução, com a criação da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (“CBLC”) para lidar com todo o processamento da atividade de pós-negociação e cumprir a regulação que estava sendo redesenhada com o objetivo de conferir maior transparência e segurança ao mercado.

Cabe destacar que esse movimento regulatório atinge seu ápice com a implementação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, inclusive por meio da edição da Lei nº 10.214/01, que tornou os prestadores de serviços de compensação e liquidação e as câmaras de compensação e liquidação, incluindo a CBLC e as câmaras administradas à época pela BM&F, instituições sistemicamente importantes do ponto de vista regulatório, aumentando consideravelmente o nível de controle e supervisão.

No âmbito tecnológico, também nos anos 90, foi iniciado o movimento para a eletrificação do envio de ordens e da lógica de formação de preços no mercado de bolsa, movimento este que atingiu o seu ápice no encerramento das atividades do pregão viva voz em 2005 da então BOVESPA. Essa mudança trouxe enorme eficiência para o processamento de mensagens e foi determinante para a ampliação do acesso ao mercado e também para o aumento dos volumes negociados.

Esse conjunto de mudanças permitiram alcançar uma importante combinação de crescimento de volumes e transparência e segurança para os seus usuários, sejam investidores finais, seja a cadeia da intermediação.

Podemos verificar essa evolução, inclusive, pelo crescimento do número de operações realizadas, que chega perto de um milhão ao dia em 2016, comparados com pouco mais de 50 mil ao dia em 2004, e que estava em cerca de 20 mil ao dia no ano 2000.



Figura 5: Número de operações fechadas (negócios realizados no ambiente de negociação) – média diária (2004 a 2016).

Essa mudança na dinâmica de negociação e no ambiente regulatório alterou substancialmente o nível de despesas e investimentos das atividades de negociação e a pós-negociação.

Em linhas gerais, a relação de custos e a demanda por investimentos em relação às atividades de negociação e de pós-negociação inverteu-se, com o peso maior saindo da primeira para a última, inclusive por conta das necessidades de capital impostas pela regulamentação para o exercício dessas atividades e dos custos atinentes à gestão de todas as operações no nível do beneficiário final, uma das mais marcantes e preciosas particularidades do arcabouço regulatório brasileiro.

Cumprir destacar, inclusive, que é no âmbito das atividades de pós-negociação (especificamente em decorrência da atuação como contraparte central) que o capital próprio da B3 (e das administradoras de mercado de bolsa que a sucederam) está efetivamente em risco.

A estrutura de tarifação da CBLIC, responsável por todos os processos de pós-negociação das operações geradas pela então BOVESPA²², foi implementada a partir de 1997 – ano em que entrou em operação – na forma de uma cobrança em bases percentuais sobre o valor negociado (metodologia utilizada também

²² Para o mercado de ações, opções sobre ações e índices e termo de ações, e também para o empréstimo de títulos (BTC).

para a atividade de negociação) que remunerava os processos de compensação e liquidação, financeira e por meio de entrega de valores mobiliários, exercidos pela CBLC, na qualidade de CCP.

Essa distribuição dos preços – como não poderia deixar de ser – seguia uma lógica de **custos**, pois à época as despesas para manter uma estrutura de negociação eram superiores às da pós-negociação, principalmente por conta da existência de um centro físico de negociação (o pregão viva-voz) e inclusive em decorrência dos controles advindos da responsabilidade de gerenciar centenas e, em alguns períodos, milhares de operadores diariamente. Além disso, vale mencionar que, naquele momento, a atividade de pós-negociação era vista como uma atividade de suporte à negociação.

Essa relação começa a tomar outro contorno com a consolidação da regulação para a pós-negociação, acima referida, que a torna uma atividade profundamente importante para o bom funcionamento dos mercados, somado à já mencionada eletrônica do mercado de negociação, invertendo a relação de custo entre as duas.

Isso levou a uma distorção da relação entre preços praticados pela BOVESPA e CBLC e os custos relativos às duas atividades, havendo um claro subsídio cruzado. Entretanto, sob a perspectiva das entidades e de seus clientes os efeitos dessa distorção de fato eram neutros, pois, necessariamente, quem negocia na bolsa também segue os passos da pós-negociação, em vista da estrutura verticalizada predominante no Brasil até o presente momento.

Paralelamente, ao longo dos anos 2000 houve um intenso movimento global onde as estruturas de pós-negociação passam a ser utilizadas por diversos ambientes de negociação (o que já era comum nos Estados Unidos da América), gerando a necessidade de as entidades aperfeiçoarem seus modelos de precificar os produtos e serviços que poderiam ser prestados a terceiros e de criarem mecanismos para a atração da liquidez. Nesse contexto, a partir de 2008, após a abertura de capital da BM&F e da Bovespa e também da fusão dessas duas companhias, uma agenda de revisão de preços começou a ser implementada.

Ainda em 2010, foram iniciados os estudos para endereçar a questão da precificação da negociação e da pós-negociação, por meio de um exercício de alocação de custos entre as atividades e a proposta de um rebalanceamento de

natureza neutra para todos os envolvidos, bolsa e mercado, o que foi implementado em 2011.

As alterações visavam basicamente atender dois requisitos: (i) alinhar os preços aos custos de cada atividade; e (ii) alinhar internacionalmente os preços, observando as diferenças relevantes entre modelos doméstico e internacional acima referidas.

Em relação às alegações da ACS, de que as tarifas de pós-negociação são 594% superiores à média de preços²³, tecemos os seguintes comentários:

A comparação de preços apresentada pela ACS é falha ao não ajustar os valores cobrados pelo serviço de pós-negociação por dois fatores extremamente relevantes quando se trata de comparação de preços: a escala de operação e o escopo dos serviços prestados.

O modelo regulatório adotado no Brasil, marcado pela liquidação e compensação de todas as operações no nível do beneficiário final, tem as seguintes implicações:

1. Redução na eficiência de *netting* das operações, com aumento no número de liquidações, e
2. Parte dos serviços de pós-negociação que em outras jurisdições são prestados pelos custodiantes, no Brasil são prestados pela B3.

Por isso, uma comparação que não ajuste pelo escopo dos serviços poderá levar a conclusões equivocadas.

A consideração dos fatores acima em relação à comparação de preços praticados no Brasil e outras jurisdições foi reconhecida pela própria Oxera, em estudo contratado pela CVM em 2012, transcrito abaixo:

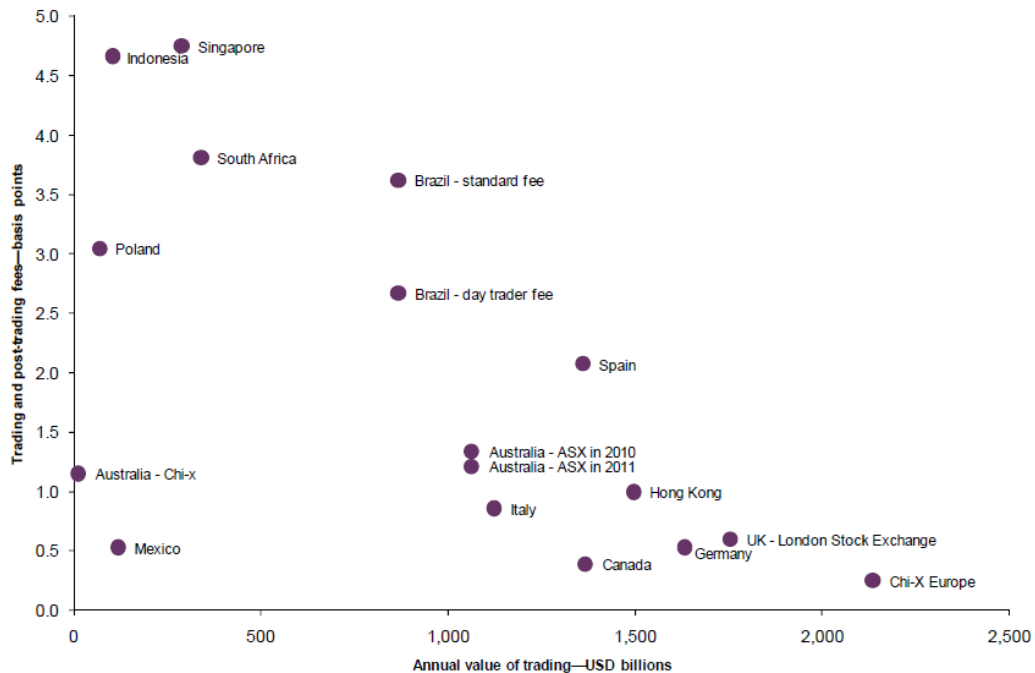
- **Regulation:** there are some distinguishable characteristics of regulation in Brazil that are reflected in the market practice. Of most importance are the regulations that ensure transparency in relation to the beneficiary end-owner. This prevents the use of crossing networks and dark trading pools. It has also resulted in Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) requiring each transaction to be settled at the end-investor level—ie, CBLC does not net trades between clients of the same custodian. Thus, compared with financial centres where such netting does occur, CBLC may undertake more transactions and provide part of the service normally undertaken by the custodian. This should be taken into account when drawing cost comparisons.

²³ Tomando como base as seguintes entidades: London SE Group, Deutsche Borse, Hong Kong Exchanges, Johannesburg SE, Singapore Exchange e Bolsa Mexicana de Valores.

A Oxera também concluiu, na ocasião, que levando a escala de operação em consideração, os preços praticados no Brasil não estão desalinhados com os observados em outros mercados.

The figure below presents the relationship between the total cost associated with infrastructure trading and post-trading services, and the value of trading at each stock exchange. In comparison to the trading fee-only analysis, when post-trading fees are incorporated, the evidence of economies of scale is quite strong. This suggests that once the scale of trading in Brazil is taken into account, costs are not necessarily out of line with those observed in other international financial centres

**Relationship between the cost of trading and post-trading and the value of trading—
institutional investors using large intermediaries**



5.1.6. Taxa de utilização da estrutura de contas de garantia e de cobertura

A ACS alega que a Consulta Pública não apresenta adequadamente as informações relacionadas à taxa de utilização da estrutura de contas de garantias de cobertura. O documento simplesmente prevê que será adotada a mesma política de cobrança em vigor para os serviços de ônus e gravames

(SOG) da Central Depositária, sem, contudo, transcrevê-la ou fornecer quaisquer informações específicas sobre sua aplicação no contexto específico dos Serviços de CSD.

A esse respeito, cumpre esclarecer que a Central Depositária oferece plataforma eletrônica para prestação do Serviço de Ônus e Gravames (SOG) que permite o registro de constituição, alteração, retificação e extinção de ônus e gravames mantidos na Central Depositária, os quais tenham sido utilizados para constituição de ônus e gravames, inclusive de garantia.

A política de tarifação do serviço de ônus e gravames consiste em:

Taxa de Registro

A Taxa de Registro incide, de forma escalonada, segundo a tabela abaixo, sobre o valor financeiro dos contratos registrados no Sistema de Ônus e Gravames (SOG), o qual será apurado considerando-se o preço médio dos ativos no dia útil anterior à data em que o registro do contrato for concluído

Essa taxa é exigível, uma única vez, a partir da data de movimentação dos ativos-objetos do contrato, e seu pagamento é realizado pelo agente de custódia responsável pelo registro do instrumento em nome do comitente credor, ou do nu-proprietário no caso de gravame de usufruto, observando-se os limites de valores mínimo (*floor*) de R\$ 50,00 e máximo (*cap*) de R\$ 2.620,00.

Valor Financeiro do Contrato		Taxa de Registro
0	R\$ 300.000,00	0,0015%
300.000,01	R\$ 1.000.000,00	0,0014%
R\$ 1.000.000,01	R\$ 10.000.000,00	0,0013%
R\$ 10.000.000,01	R\$ 100.000.000,00	0,0011%
Acima de R\$ 100.000.000,00		0,0010%

Taxa de Permanência

A Taxa de permanência será calculada de forma escalonada, nos termos da tabela abaixo, incidindo, mensalmente, sobre o valor financeiro dos ativos dos ativos-objeto dos contratos registrados no SOG, mantidos nas carteiras vinculadas aos ônus e gravames, no último dia de cada mês.

Valor Financeiro do Contrato		Taxa de Registro
0	R\$ 1.000.000,00	0,00450%
R\$ 1.000.000,01	R\$ 10.000.000,00	0,00250%
R\$ 10.000.000,01	R\$ 100.000.000,00	0,00060%
R\$ 100.000.000,01	R\$ 1.000.000.000,00	0,00010%
R\$ 1.000.000.000,01	R\$ 10.000.000.000,00	0,00003%
Acima de R\$ 10.000.000.000,00		0,00001%

Dada a semelhança entre a estrutura operacional relativa a tal serviço e aquela que será aplicada em relação ao serviço de constituição de garantias no bojo da estrutura de contas de garantias e de cobertura a ser oferecida para outra IMF, a Proposta Comercial relativa aos Serviços de CSD, da forma como submetida à Consulta Pública, contemplava a aplicação das tarifas relativas ao SOG a esse serviço.

Todavia, em função das alterações promovidas no bojo da presente Consulta Pública, sobretudo no que diz respeito à mecânica das movimentações de ativo, conforme estabelecido no item 4.1.2 acima, a B3 optou por alterar a Proposta Comercial relativa aos Serviços de CSD, que não mais prevê qualquer tipo de cobrança adicional relativa à utilização da estrutura de contas de garantias de cobertura a ser oferecida para outra IMF.

5.2. Serviços de CCP

Não foram encaminhados comentários específicos em relação à política comercial aplicável aos Serviços de CCP.

6. Contrato de Prestação de Serviços

6.1. Serviços de CSD

Os comentários apresentados pela ACS em relação à minuta do Contrato de Prestação de Serviços da Central Depositária (“Contrato”), dizem respeito, essencialmente, aos seguintes aspectos:

- (i) Readequação do objeto e demais disposições relacionadas;
- (ii) Reequilíbrio entre obrigações e direitos das partes;
- (iii) Inclusão de níveis de serviço (SLA);
- (iv) Estabelecimento expresso e específico de preço;

- (v) Inadmissibilidade de duplicidade na cobrança de preço;
- (vi) Exclusão de referências genéricas aos normativos;
- (vii) Exclusão de disposições consideradas arbitrárias e abusivas pela ACS;
- (viii) Exclusão de “autorizações regulatórias” aplicáveis às *clearing*;
- (ix) Inclusão de multa por descumprimento pela B3; e
- (x) Confidencialidade.

A B3 informa que vem discutindo bilateralmente com ACS a minuta do Contrato. Sem prejuízo dos comentários e esclarecimentos a seguir, a B3 entende, inclusive como resultado das interações havidas com a ACS até aqui, que o modelo inicialmente proposto, qual seja, da utilização de um contrato padrão, não se demonstra o mais adequado, considerando, especialmente, as demandas específicas e particularidades técnicas e operacionais que podem surgir por demanda de cada IMF, a partir de seu modelo de negócios.

Assim, nova minuta atualizada do Ofício Circular atinente aos Serviços de CSD deixa de contemplar a minuta do Contrato como seu anexo. Assim, o Contrato será objeto de negociação específica com cada IMF contratante, sem prejuízo da preservação de tratamento isonômico em relação a todas as IMF interessadas em tais serviços.

1. *Readequação do objeto e demais disposições relacionadas.*

A ACS alega que o objeto da prestação de Serviços de CSD previsto no Contrato está inadequado e deve ser reformulado de modo a incluir a atividade de transferência de titularidade dos ativos objeto de liquidação por outras IMF.

A B3 esclarece, conforme detalhado na Seção 1 do presente relatório, que o serviço a ser prestado a outras IMF diz respeito à disponibilização de mecanismos operacionais e tecnológicos aptos a permitir que tais entidades coordenem e assegurem o processo de entrega de valores mobiliários associado às transações compensadas e liquidadas por seu intermédio, por meio da disponibilização de uma conta de liquidação e uma estrutura de subcontas necessárias ao exercício de suas atividades.

Pelos motivos apresentados na Seção 1 do presente relatório, entendemos que os contratantes da transferência do valor mobiliário ocorrida no ambiente do depositário central – ainda que originadas por instruções advindas de uma outra IMF, no bojo da compensação e liquidação de operações por ela processada – são os respectivos titulares (presentes ou futuros, ou seja, vendedores ou compradores) dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado, conforme refletido na Consulta Pública.

2. Reequilíbrio entre obrigações e direitos das partes.

A ACS alega que a minuta proposta contém desequilíbrio em termos de obrigações e direitos que são atribuídos às partes.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS.

3. Inclusão de níveis de serviço (SLA).

A ACS aponta que a minuta do Contrato não estabelece quaisquer obrigações de qualidade e/ou de nível de serviço por parte da B3, sugerindo a inclusão de níveis de serviço.

A B3 esclarece que o conteúdo das disposições sobre níveis de serviço que constarão do Contrato é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS.

4. Estabelecimento expresso e específico de preço

A ACS aponta que a minuta atual do Contrato não estabelece acordo de preço pelos serviços a serem prestados, fazendo mera referência às tarifas estabelecidas nos normativos da B3, os quais podem ser alterados unilateralmente.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS. Nesse contexto, a B3 se comprometeu a incluir no Contrato (i) o preço a ser cobrado da IMF pelo set-up e pela manutenção do acesso à depositária; e (ii) o preço a ser cobrado dos investidores pela transferência de titularidade dos valores mobiliários objeto de compensação e liquidação pela IMF.

5. Inadmissibilidade de duplicidade na cobrança de preço

A ACS alega que deve ser excluída qualquer forma de cobrança do preço que seja direcionada ao investidor final (por meio do custodiante), e não à própria IMF contratante.

A B3 esclarece, conforme detalhado na Seção 1 do presente relatório, que o serviço a ser prestado a outras IMF diz respeito à disponibilização de mecanismos operacionais e tecnológicos aptos a permitir que tais entidades coordenem e assegurem o processo de entrega de valores mobiliários associado às transações compensadas e liquidadas por seu intermédio, por meio da disponibilização de uma conta de liquidação e uma estrutura de subcontas necessárias ao exercício de suas atividades.

Pelos motivos apresentados na Seção 1 do presente relatório, entendemos que os contratantes da transferência do valor mobiliário ocorrida no ambiente do depositário central – ainda que originadas por instruções advindas de uma outra IMF, no bojo da compensação e liquidação de operações por ela processada – são os respectivos titulares (presentes ou futuros, ou seja, vendedores ou compradores) dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado, conforme refletido na Consulta Pública.

6. Exclusão de referências genéricas aos normativos

A ACS alega que deverão ser excluídas referências genéricas aos normativos da B3, que passam, de forma indireta, a integrar os termos do contrato, mas que são estabelecidos de forma arbitrária e unilateral.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS. Nesse contexto, a B3 se comprometeu a explicitar no Contrato que os normativos aplicáveis ao serviço em questão são: (i) Regulamento de Acesso; (ii) Manual de Acesso; (iii) Regulamento da Central Depositária; e (iv) Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

A B3 esclarece, ainda, que é improcedente a alegação da ACS de que os normativos são estabelecidos de forma arbitrária pela B3. Como é sabido, todas as alterações de regulamento são sujeitas à aprovação da CVM e devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência, conforme prescreve o art. 39, §2º da Instrução CVM nº 541.

7. Exclusão de disposições arbitrárias e abusivas.

A ACS alega que deverão ser revistas e reformuladas determinadas cláusulas que, na sua visão, contém disposições arbitrárias e abusivas.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS. Sem prejuízo dos ajustes a serem feitos como fruto de tais interações, a B3 reafirma que a minuta do Contrato não contém nenhuma disposição abusiva ou arbitrária, que seja capaz de restringir ou impactar negativamente as atividades de IMF contratante.

8. Exclusão de “autorizações regulatórias” aplicáveis às clearings

A ACS alega que deverá ser excluída do Contrato a previsão que impõe, como condição para produção de efeitos, a obtenção, pela IMF contratante, de mais de uma autorização regulatória de funcionamento.

Alega, nesse sentido, que o processo de autorização regulatória de *clearings* é realizado exclusivamente pelo Banco Central do Brasil, não havendo, até a presente data, qualquer norma da CVM que regulamente de forma específica esse tipo de autorização.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS.

Sem prejuízo dos ajustes a serem feitos na redação do dispositivo como fruto de tais interações, a B3 esclarece que, nos termos do art. 2º, IV da Lei nº 10.214/01, que “**integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas áreas de competência: (...) de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros**” .

A esse respeito, cumpre destacar, também, o disposto na Instrução CVM nº 461/07:

“Art. 16. A entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários deve: (...)

II – **ressalvados os casos em que a liquidação direta entre pessoas autorizadas a operar estiver expressamente prevista em regulamento, efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, diretamente ou contratando para isso entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil;**

(...)

Parágrafo único. A prestação dos serviços de compensação e liquidação pela própria entidade administradora ou por entidade por ela contratada depende de **autorizações específicas da CVM e do Banco Central do Brasil.**

(...)

Anexo II - Documentos Necessários ao Pedido de Autorização para Funcionamento de Mercado de Bolsa

(...)

III – Relatório descritivo, auditado por auditor independente registrado na CVM:

(...)

b) do sistema de liquidação, e respectivo sistema de duplicação de informações, caso a entidade administradora do mercado de bolsa seja autorizada pela CVM a executar a atividade diretamente, ou apresentação de **contrato com entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM.**”

9. Inclusão de multa por descumprimento pela B3.

A ACS aponta que a minuta do Contrato não prevê aplicação de quaisquer penalidades em caso de descumprimento contratual pela B3, devendo ser incluída previsão nesse sentido.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS.

10. *Confidencialidade.*

A ACS aponta que deve haver previsões específicas no Contrato sobre o manuseio de informações sensíveis e de preservação de confidencialidade pela Central Depositária.

A B3 esclarece que tal ponto é objeto das interações atualmente em curso entre B3 e ACS.

6.2. Serviços de CCP

A ANCORD ressalta que a interrupção repentina dos serviços poderá representar severas consequências à grande número de participantes do mercado, solicitando que o contrato respectivo preveja regras procedimentos de encerramento da prestação de serviços, permitindo que os investidores e demais participantes da B3 consigam organizar o encerramento das posições mantidas junto à IMF.

De acordo com a proposta da ANCORD, o encerramento do contrato deveria ser precedido de notificação prévia e a rescisão ocorreria apenas na hipótese de reincidência, passando a serem aceitas apenas “operações que determinem o encerramento das posições e o estabelecimento de um prazo de 3 (três) meses para o encerramento total das posições depositadas e/ou compensadas pela B3”.

A B3 esclarece que, conforme estabelecido no Regulamento da Câmara, uma vez aceitas pela Câmara, as operações oriundas de outros ambientes de negociação terão o mesmo tratamento conferido às operações oriundas do ambiente de negociação administrado pela B3. Assim, eventual rescisão do contrato de prestação de serviços acarretará a não aceitação de novas operações, sem afetar as operações já aceitas pela Câmara.

Ademais, os Serviços de CCP serão prestados exclusivamente em relação a operações do mercado à vista de renda variável que sejam passíveis de compensação e liquidação pela Câmara.

Todavia, a B3 se compromete a incorporar, na respectiva minuta de contrato, previsão de notificação prévia de descumprimento contratual como medida antecedente a eventual rescisão, conferindo prazo para cura do descumprimento.

7. Mecanismos de Tratamento Isonômico

As Regras de Acesso e a Política Comercial submetidas à Consulta Pública têm por objetivo estabelecer condições isonômicas e equitativas para a prestação de Serviços de CCP e de Serviços de CSD a outras IMF.

Para tanto, é também essencial assegurar a qualidade da prestação dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD a outras IMF, bem como o tratamento isonômico em relação a tais infraestruturas e seus clientes, especialmente em comparação com o tratamento conferido internamente entre as diversas Atividades e aos clientes da B3.

De modo a garantir o cumprimento de tais pressupostos, a B3 comprometeu-se a contratar empresa de reputação internacional para desenvolver, em conjunto com a própria B3, os reguladores competentes e eventuais outras IMF que venham a ser usuárias dos Serviços de CCP e/ou dos Serviços de CSD, metodologia robusta para avaliar, anualmente, a qualidade da prestação de tais serviços e do tratamento conferido às IMF mencionadas e a seus clientes.

Tal avaliação será submetida anualmente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e seu escopo será revisado, a cada três anos, em conjunto com a B3, os reguladores competentes e eventuais outras IMF que venham a ser usuárias dos Serviços de CCP e/ou dos Serviços de CSD.

De modo a subsidiar o desenvolvimento de tal metodologia, a B3 solicitou que fossem encaminhados, no bojo desta Consulta Pública, comentários e sugestões acerca dos elementos a serem considerados no âmbito do desenvolvimento

desse trabalho, em conjunto com a consultoria especializada a ser futuramente contratada.

Nesse sentido, a ACS encaminhou sugestões de elementos a serem considerados no desenvolvimento de metodologia de avaliação da qualidade e de mecanismos de tratamento isonômico dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD, baseados no *documento Regulatory Expectations for Conduct in Operating Cash Equity Clearing and Settlement Services in Australia*, elaborado pelo regulador australiano.

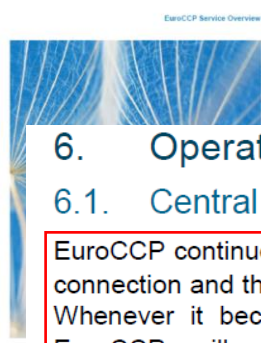
Tais comentários versam a respeito:

- (i) Participação das IMF usuárias na governança da B3, no que diz respeito aos serviços por elas contratados;
- (ii) Precificação dos Serviços de Clearing e dos Serviços de CSD em bases justas, transparentes e não-discriminatórias; e
- (iii) Acesso aos Serviços de Clearing e Serviços de CSD em bases comerciais, transparentes e não-discriminatórias – níveis de serviço, manuseio de informações e confidencialidade;

A B3 esclarece que os comentários encaminhados pela ACS serão considerados no bojo da elaboração da metodologia a ser utilizada para avaliar, anualmente, a qualidade da prestação de tais serviços e do tratamento conferido às IMF e a seus clientes, a ser realizado juntamente à consultoria especializada, à CVM e às IMF usuárias dos Serviços de CCP e/ou dos Serviços de CSD.

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

ANEXO 1 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando a busca pela redução de custos



6. Operations

6.1. Central Securities Depository (CSD) connectivity

EuroCCP continuously monitors settlement volumes at each CSD, the costs of a direct CSD connection and the settlement fees it is charged by its settlement agent or account operator. Whenever it becomes economically viable, and whenever possible by the CSD rules, EuroCCP will consider becoming a direct CSD participant. EuroCCP generally communicates with CSDs via SWIFT except where proprietary communication provides a significant reduction in the communication and / or connectivity costs.

ANEXO 2 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando que a prestação de serviços ocorre a custo

EuroCCP

REGULATION

pursuant to articles 2.2.1, 2.2.3, 3.13.3 and 3.14.1 of the Clearing Rule Book

FEES AND PENALTIES

Capitalised terms used in this Regulation, and not otherwise defined, shall have the meaning as set out in the Clearing Rule Book.

This Regulation comes into force on ~~4 February 2017~~, 20 March 2017

Changes to this Regulation will be implemented in accordance with the Change Management Process for Clearing Rules, without prior consultation, after a notice period of 30 calendar days.

Pricing principles

Settlements together

Fail fees generated impose

As it is EuroCCP's policy for settlement activity, including fail management, to be levied on an "at cost" basis, any surplus generated relating to settlement activity will be rebated to a Clearing Participant (CP) within the settlement and fail management pricing. EuroCCP will be accountable for the conformity with these pricing principles through the Advisory Board.

As it is EuroCCP's policy for settlement activity, including fail management, to be levied on an "at cost" basis, any surplus generated relating to settlement activity will be rebated to a Clearing Participant (CP) within the settlement and fail management pricing. EuroCCP will be accountable for the conformity with these pricing principles through the Advisory Board.

The buy-in administration fee is based on EuroCCP's administrative costs.

ANEXO 3 – Extrato do site da LCH demonstrando que a prestação de serviços ocorre a custo

LCH The Markets' Partner

Home | Rules & Regulations | Risk & Collateral Management | Training | Services | About Us

- CDSClear
- CommodityClear
- EQUITYCLEAR**
- Aquis Exchange
- Bats Europe
- BondMatch
- Bourse de Luxembourg
- Contracts for Difference
- Equiduct
- Euronext
- Galaxy
- LONDON STOCK EXCHANGE**
- Products
- How it Works
- EquityClear
- Fees

EquityClear Fees

Effective from 1 February 2017

[To view previous EquityClear fees click here](#)

All cleared volumes across all the trade sources cleared through the LCH Ltd EquityClear service are cumulative in recognition of our aim to offer the broadest venue coverage and netting efficiencies to our members. The EquityClear tariff structure supports members existing business whilst incentivising growth.

Members are encouraged to consolidate their cash equity business through the EquityClear service which offers economies of scale to members that conduct more business and across multiple trade venues.

The average daily volume of cleared trades is dependent on the number of trades cleared through the service and the number of business days in the month.

Members are required to provide details of their clearing members' average daily volume of cleared trades through the service (Central Securities Depositories "CSDs") and their average daily volume.

The simple fee structure with its easy to follow criteria allows clearing members to see the fixed fee that will be applied to each cleared trade throughout the month.

LCH Ltd passes through all settlement related fees to its members at cost.

[For all Settlement fees](#)

ANEXO 4 – Extrato do site da EuroCCP demonstrando a governança envolvendo os clientes e os preços cobrados

As it is EuroCCP's policy for settlement activity, including fail management, to be levied on an "at cost" basis, any surplus generated relating to settlement activity will be rebated to a Clearing Participant (CP) within the settlement and fail management pricing. EuroCCP will be accountable for the conformity with these pricing principles through the Advisory Board.

The Advisory Board was chaired in 2015 by Jeffrey King, Managing Director, Custody Product Development, Markets & Securities Services at Citibank and co-chairman of the Clearing & Settlement Committee of the Association for Financial Markets in Europe (AFME). The Advisory Board has representatives from eleven Clearing Participants and observers from

the three largest trading platforms cleared by EuroCCP. The Advisory Board met three times in 2015. The chairman of the Advisory Board has a standing invitation to be an observer at EuroCCP Supervisory Board meetings on matters relevant to the mandate of the Advisory Board.

Fonte: Annual Report EuroCCP – 2015