



Rio de Janeiro, 9 de junho de 2017.

À

BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros ¹

Praça Antônio Prado, 48

01010-901 – São Paulo – SP

At.: Sr. Cícero Augusto Vieira Neto – Diretor Executivo de Operações, Clearing e Depositária

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

Prezados Senhores,

A **Americas Clearing System**, sociedade anônima, com sede na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Praia de Botafogo, nº 501, sala 201 – Torre Pão de Açúcar, Botafogo, CEP 22250-040, inscrita no CNPJ sob o nº 19.157.090/0001-57 (“ACS”), vem apresentar manifestação sobre o Comunicado Externo nº 033/2017-DO, publicado pela BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros (“B3”), no dia 27 de abril de 2017 (“Edital”), por meio do qual foi iniciado o processo de consulta pública em epígrafe (“Consulta Pública”).

Nos termos do Edital, a Consulta Pública tem por objetivo submeter, à apreciação e comentários dos participantes da B3 e demais interessados, as regras e procedimentos operacionais e as condições comerciais que regerão o acesso de outras infraestruturas de mercado financeiro (“IMF”) aos **(a)** serviços de compensação e liquidação de operações do mercado à vista de renda variável, referentes a negócios originados em outras IMF (“**Serviços de Clearing**”) e **(b)** serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, no que diz respeito à transferência de valores mobiliários que são objeto de operações compensadas e liquidadas por intermédio de outras IMF (“**Serviços de CSD**”).

A ACS acredita que está bem posicionada para contribuir de maneira relevante para os temas acima, em particular, no que tange às condições de contratação dos Serviços de CSD, uma vez que, no seu melhor conhecimento, é a única IMF atualmente interessada na

¹ Nos termos do comunicado de 31.5.2017, publicado no site da BM&FBovespa, a razão social “B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão” ainda se encontra sob aprovação da CVM.



contratação de tais serviços e a qual vem tentando, sem sucesso, obter acesso a tais serviços junto à B3 há anos.

No dia 27 de maio de 2017, a ACS apresentou considerações preliminares relacionadas a determinadas falhas, incompletudes e obscuridades identificadas no Edital e nos documentos divulgados no âmbito desta Consulta Pública. Em particular, foi esclarecido ao mercado que a realização da presente Consulta Pública foi determinada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), no contexto da aprovação da operação societária recentemente realizada entre BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e CETIP S.A.², e que trata de temas relacionados à viabilização da entrada de concorrência no setor de bolsa de valores mobiliários.

Sem prejuízo das observações que foram feitas naquela oportunidade – as quais ratificaremos e complementaremos no presente momento - vimos, por meio desta, em atendimento ao disposto no Edital, apresentar nossas críticas e comentários específicos ao teor dos documentos e informações apresentados pela B3 no âmbito da presente Consulta Pública.

Nossa visão geral é a de que as condições comerciais propostas pela B3 são abusivas – tanto em sua estrutura quanto em seu valor - e refletem um comportamento que vem sendo adotado pela empresa há anos, no sentido de criar barreiras de entrada para fins de preservação de seu monopólio.

É preciso lembrar a todos os participantes desta Consulta Pública, e aos reguladores competentes, que a B3 não possui incentivos para efetivamente prestar os Serviços de CSD e de *Clearing* às IMF, pelo contrário, seu incentivo existe no sentido de criar barreiras à entrada dos potenciais concorrentes, de forma a manter o *status quo* e sua margem de lucro de monopólio.

Nesse sentido, toda e qualquer manifestação e norma expedida pela B3 deve ser interpretada sob tal pano de fundo, levando-se em consideração sua disposição e incentivo em dificultar o acesso a tais serviços, seja por meio do estabelecimento de regras que dificultem a entrada de novos agentes, ou por meio da transferência de tarifas para as atividades em que há menor possibilidade de concorrência (pós-negociação em detrimento da negociação e depositária dentro dos serviços de pós-negociação), tal como vem sendo feito ao longo dos últimos anos.

Nesse sentido, destacamos os seguintes pontos identificados nos documentos da presente Consulta Pública:

² No âmbito da CVM, a operação foi analisada por meio do Processo CVM SEI 19957.001686/2017-31 e do Processo CVM SEI 19957.002526/2016-29 e, no âmbito do CADE, a operação foi analisada por meio do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.

- ✓ O escopo principal dos Serviços de CSD foi intencionalmente descaracterizado nos documentos da Consulta Pública, em frontal descompasso com o compromisso estabelecido no Acordo em Controle de Concentração firmado perante o CADE;
- ✓ Os preços propostos estão desproporcionalmente acima do preço médio praticado em outros países por serviços equivalentes, revelando falta de razoabilidade dos valores propostos, em violação ao que dispõe a Instrução CVM nº 541/13;
- ✓ Não há transparência e metodologia adequadas com relação aos pressupostos de fixação dos preços propostos, em descompasso com as melhores práticas internacionais;
- ✓ A estrutura verticalizada, com histórica ausência de segregação contábil entre as unidades de negócios da B3, não permite adequada avaliação do tema pelo regulador com base nos pressupostos apresentados;
- ✓ A avaliação de razoabilidade dos preços propostos deve ter por parâmetro *benchmarks* internacionais para os serviços específicos que se pretende contratar.

Da mesma forma, as condições operacionais e de acesso apresentadas contêm abusividades e arbitrariedades que não podem ser admitidas. O tratamento conferido às IMF deve ser isonômico em relação àquele dispensado às próprias unidades de negócios da B3, sob risco de configurar-se tratamento discriminatório de rivais.

Lembramos que os Serviços de CSD têm natureza de *utility* e, por suas características, se assemelham às chamadas *essential facilities*. Trata-se, portanto, de serviços imprescindíveis à entrada de concorrência no mercado de bolsa, devendo ser franqueado amplo acesso aos mesmos, sob condições equitativas e razoáveis.

Entendemos que não se pode permitir a perpetuação de comportamento procrastinatório, abusivo e anticoncorrencial, tal qual refletido no teor dos documentos colocados em análise nesta Consulta Pública, e ao qual se vem assistindo há anos, nos termos alertados pela Superintendência Geral do CADE:

"[...] Por possuir uma estrutura verticalizada, a BVMF tem capacidade e incentivo para impedir o acesso de um concorrente à sua central depositária e, dessa forma, obstar a sua entrada no mercado;

Nos últimos cinco anos, foram noticiadas quatro tentativas de entrada no mercado brasileiro de bolsas, das quais apenas duas ainda estão em desenvolvimento;

Há indícios de que a BVMF continua se utilizando de seu poder de mercado para impedir a entrada de concorrentes no mercado (como,



por exemplo, a ATS), se recusando a contratar com o concorrente e estabelecendo tarifas altas para espremer a sua margem de lucro;[...]"³

Como nota final, destacamos que, em 7 de junho de 2017, foi publicado comunicado por V.Sas. informando a prorrogação do prazo da presente Consulta Pública, que se estenderá até 23 de junho de 2017 – dilatando-se, portanto, por 2 semanas para além do prazo originalmente publicado, em razão de supostas solicitações de participantes do mercado.

Gostaríamos de registrar, desde logo, nosso protesto e discordância quanto à referida prorrogação, realizada a apenas 2 dias do encerramento do prazo original, com base em justificativa excessivamente genérica e pouco fundamentada. A prorrogação de prazo causará um atraso injustificado no processo de conclusão da presente Consulta Pública, estendendo por tempo ainda maior a situação de desconformidade com a Instrução CVM nº 541/13 - que deveria estar plenamente atendida desde 31 de dezembro de 2015.

Solicitamos gentilmente a V.Sas. que avaliem e atendam cada um dos comentários e solicitações apresentados nesta manifestação, e que, em caso de discordância, justifiquem as respectivas razões, de forma expressa e pormenorizada, no relatório final da Consulta Pública.

Sendo o que nos cumpria para o momento, ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Americas Clearing System

Luis Fernando G. Camilotto
Diretor

Patricia Iriarte
Procuradora

³ Anexo - Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE, pg. 83, emitido do âmbito do Ato de Concentração n.º 08700.004860/2016-11, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>



Índice

1.	Serviços de CSD.....	7
1.1	Escopo dos Serviços	7
1.2	Política Comercial.....	11
(a)	Inadequação da cobrança direta do investidor por serviços prestados à IMF..	11
(b)	Inadequação de repasse ao contratante de custos decorrentes de imposições regulatórias à B3 e desproporção de valores indicados	12
(c)	Abusividade e não razoabilidade das contraprestações propostas.....	14
(d)	Ausência de transparência e inadequação dos pressupostos dos preços propostos.....	17
(e)	Benchmarks internacionais como parâmetros adequados para verificação de razoabilidade de preços propostos.....	24
(f)	Política Comercial proposta pela B3 representa nova tentativa de movimentação anticoncorrencial de preço	26
(g)	Taxa de utilização da estrutura de contas de garantia e de cobertura.....	30
1.3	Normas e procedimentos operacionais e de acesso	31
(a)	Regulamento e Manual de Acesso.....	31
(b)	Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária	34
1.4	Minuta de Contrato de Prestação de Serviços	35
2.	Serviços de <i>Clearing</i>	38
3.	Mecanismos de Tratamento Isonômico.....	39



Lista de Anexos

Anexo I – Documento com comentários da ACS sobre forma de cobrança e isonomia dos Serviços de CSD, juntado aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em 16 de março de 2017

Anexo II – Estudo de *benchmark* internacional de preço realizado pela Oxera Consulting LLP, de 5 de março de 2017

Anexo III - Documento com comentários da ACS às minutas dos normativos de acesso da BM&FBovespa, juntado aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em 16 de março de 2017

Anexo IV – Tabelas com comentários aos dispositivos das minutas do Regulamento e do Manual de Acesso da B3

Anexo V - Tabelas com considerações às minutas do Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

Anexo VI – Comentários à minuta de contrato de prestação de Serviços de CSD



1. SERVIÇOS DE CSD

1.1 Escopo dos Serviços

Conforme já exhaustivamente exposto a V.Sas. - por meio da apresentação de documentos juntados publicamente no Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em 16 de março, e, por meio de nossa manifestação preliminar à presente Consulta Pública, apresentada em 27 de maio de 2017 - entendemos que a definição dos Serviços de CSD estabelecida nos normativos colocados sob análise na presente Consulta Pública não reflete adequadamente os serviços que serão contratados por uma IMF junto à depositária central da B3, devendo ser imediatamente ajustada.

Atenção: 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. O escopo proposto pela B3 está em descompasso 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.

Conforme sabem, o serviço principal que é demandado por uma câmara de compensação e liquidação de um depositário central é a transferência de titularidade dos valores mobiliários ali depositados, para fins do processo de liquidação *delivery versus payment* (entrega contra pagamento ou *DvP*) que é coordenado pela primeira.

De acordo com a regulamentação em vigor, a câmara de compensação e liquidação (i.e., a chamada *clearing*) 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. Caso haja falha em uma dessas duas pontas, a câmara de compensação e liquidação figurará inclusive como responsável financeira, já que, nos termos da regulamentação aplicável, deve assumir o papel de contraparte central - figurando como comprador perante o vendedor, e como vendedor perante o comprador de cada operação.

Portanto, por meio 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. Esse é, portanto, o escopo principal dos Serviços de CSD, e que, naturalmente, pode envolver funcionalidades e serviços acessórios e periféricos, relacionados, por exemplo, às atividades de gerenciamento de risco desenvolvidas pela IMF.



Embora a Instrução CVM 541/13 não especifique, de forma detalhada, como a prestação de tal serviço de transferência de titularidade para fins de liquidação de operações por sistemas de compensação e liquidação deva ocorrer, ela prevê, expressamente, que:

*Art. 34 § 2º O depositário central deve desenvolver mecanismos de troca de informações com **os sistemas de compensação e liquidação aos quais preste serviços**, a fim de permitir o envio de todas as informações necessárias para a correta liquidação das operações, para a realização dos bloqueios eventualmente cabíveis **e para o recebimento, em tempo hábil, das instruções de movimentação.** (grifos nossos)*

A definição de Serviços de CSD mencionada acima – que envolve necessariamente a transferência de titularidade de ativos - é, inclusive, aquela que foi estabelecida pelo Acordo em Controle de Concentração (“ACC”) firmado pela BM&FBovespa e pela Cetip perante o CADE, no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11. De acordo com a cláusula 2.9 do 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.”⁴

Essa mesma definição está também em linha com as discussões que vinham sendo travadas pela própria BM&FBovespa junto ao CADE, no âmbito do Inquérito Administrativo nº 08700.002656/201657, que investiga determinadas condutas anticoncorrenciais ligadas à criação de barreiras e recusa de venda de Serviços de CSD pela referida empresa. Na petição datada de 21 de outubro de 2016, por exemplo, a BM&FBovespa afirma sobre o assunto que:

“[...] é importante delimitar o escopo dos serviços que seriam prestados às Representantes, que se limitam à parte final do processo de liquidação dos valores mobiliários que seriam negociados no mercado da ATS, ou seja, sua entrega para os respectivos compradores.

Referidos serviços consistem na efetiva transferência dos valores mobiliários depositados sob titularidade do vendedor para a titularidade do comprador, ou seja, realizando a entrega do valor mobiliário simultaneamente ao pagamento já realizado, nesse caso à

⁴ Disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?4LNorn1UseRAL1XdI28h1YqjzCgVoQTbTaXEHi74QoauMpnou9ioXMyG-pv6ZhOuL8bLBqT6nrBPSZdzjcyxw,,



ACS, consubstanciando, assim, a entrega contra pagamento, ou, em inglês, delivery versus payment.”

Contudo, em frontal descompasso com o compromisso assumido perante o CADE no ACC e com os entendimentos que vinham sendo desenvolvidos com esta autoridade e com a CVM, os documentos submetidos à presente Consulta Pública caracterizam os Serviços de CSD a serem prestados à IMF como se fossem mera abertura de contas e subcontas a serem utilizadas para fins da movimentação de ativos pela câmara de compensação, sem incluir o serviço de transferência de ativos mencionado acima – o qual, como se descreverá adiante – passa a ser caracterizado no Edital como se fosse um serviço prestado diretamente aos investidores, por meio dos agentes de custódia.

Da mesma forma, a minuta do contrato de prestação de Serviços CSD proposta na Consulta Pública também descreve o escopo dos Serviços de CSD como mera abertura das contas acima referidas, sem que se faça qualquer referência à transferência de ativos por instrução da IMF contratante, para fins da liquidação das operações por ela compensadas. Como a transferência dos ativos é excluída do escopo dos serviços, a minuta de contrato também deixa de estabelecer qualquer obrigação ou responsabilidade da B3 nesse sentido, sem sequer mencionar os procedimentos operacionais aplicáveis à referida transferência, tal como exige a Instrução CVM nº 541/13⁵.

Ocorre que a abertura de tal estrutura de contas e subcontas na CSD não constitui qualquer serviço, em si, pelo qual caiba remuneração. Tal estrutura é, na verdade, instrumental para a prestação dos Serviços de CSD – os quais, conforme mencionado acima, incluem, necessariamente, o serviço de transferência de titularidade de valores mobiliários para fins da liquidação *DvP* coordenado pela IMF contratante.

Interessante notar que o próprio Edital prevê, em sua primeira página, que os Serviços de CSD ali tratados seriam os serviços de “*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*”, criando a ilusão, à primeira vista, de que os termos do ACC seriam cumpridos. Não obstante, nos demais documentos, o escopo desses serviços é alterado, passando a ser descrito como a mera abertura de contas e subcontas, descaracterizando o principal serviço a ser prestado a uma IMF, nos termos do próprio Edital.

Ao que parece, a B3 pretende intencionalmente descaracterizar a transferência de ativos como um serviço que é contratado pela IMF, e caracterizá-lo como um serviço que seria contratado diretamente pelo investidor final – o que, contudo, carece de qualquer sentido

⁵ ICVM 541/13 Art. 39, § 5º Sem prejuízo do disposto neste artigo, as relações do depositário central com sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e com outros depositários centrais devem ser objeto de contratações específicas, para regulamentação de aspectos técnicos e operacionais do relacionamento.



lógico, já que, por determinação legal, a câmara é a única entidade autorizada e responsável pela prestação do serviço de liquidação de operações aos investidores.

Observa-se, nesse sentido, que a política comercial apresentada na presente Consulta Pública divide o preço pelos serviços prestados à câmara de compensação e liquidação em duas partes: de um lado, são estabelecidas taxas para a criação e manutenção da estrutura que, nos termos alegados pela B3, seria necessária à prestação dos serviços (i.e., taxas de *set-up* e de manutenção), e, de outro, é estabelecida uma taxa a ser cobrada pela transferência de ativos (i.e., taxa de transferência). Nos moldes propostos pela B3, a câmara de compensação e liquidação seria responsável pelo pagamento apenas das taxas de criação e manutenção de estrutura, enquanto o investidor final seria responsável direto pelo pagamento da taxa de transferência.

Percebe-se, portanto, 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.



1.2 Política Comercial

De acordo com a política comercial proposta no Edital (“**Política Comercial**”), o preço pelos Serviços de CSD prestados a uma IMF seriam divididos em duas partes, sendo uma cobrada da IMF contratante e outra cobrada diretamente do investidor final (por meio do respectivo agente de custódia). A parte do preço que ficaria sob responsabilidade da IMF se refere às chamadas taxa de *set-up* (no valor de R\$4,2 milhões) e taxa anual de manutenção (no valor de R\$1,075 milhões), enquanto a parte do preço que seria cobrada diretamente do investidor final seria uma taxa aplicável à transferência de ativos, cobrada em cada ponta da operação, i.e., vendedor e comprador (no valor de 0,42 bps ou 0,59 bps, a depender do tipo de investidor).

Há, ainda, previsão de uma terceira forma de contraprestação que seria devida pela utilização do serviço de estrutura de contas para o recebimento, administração e execução de garantias depositadas a favor da IMF e do serviço de estrutura de contas para recebimento antecipado de ativos para cobertura de operações de venda liquidadas por meio da IMF. Contudo, a Política Comercial apresentada não é clara sobre as hipóteses de incidência, os valores ou a forma de cobrança de tal contraprestação, fazendo apenas referência genérica à aplicação da mesma política de cobrança adotada para os serviços de ônus e gravames – sem, contudo, detalhar como se daria a aplicação de tal política para o caso específico dos Serviços de CSD a serem prestados às IMF.

Passamos a apresentar, abaixo, nossas considerações específicas sobre a Política Comercial dos Serviços de CSD descrita no Edital.

(a) Inadequação da cobrança direta do investidor por serviços prestados à IMF

Conforme mencionado, nos termos da Política Comercial proposta no Edital, a taxa aplicável à transferência de titularidade dos valores mobiliários seria cobrada diretamente dos investidores, por meio dos respectivos agentes de custódia. Entendemos, contudo, que não cabe à depositária central da B3 cobrar qualquer parcela do preço pelos Serviços de CSD diretamente dos investidores, de forma que a totalidade da contraprestação devida por tais serviços deve ser cobrada integral e exclusivamente da IMF contratante.

Atenção: não cabe à B3 cobrar diretamente do investidor parte do preço pelos Serviços de CSD prestados à IMF. Toda e qualquer contraprestação por tais serviços deve ser cobrada direta e integralmente da IMF contratante. O **Anexo I** contém o documento com as considerações detalhadas da ACS que haviam sido apresentadas à B3 sobre o assunto, previamente à publicação do Edital, mas que foram totalmente ignoradas.

Conforme explicado, a transferência de titularidade de ativos é o principal serviço que será efetivamente demandado por uma IMF da depositária central da B3, no contexto dos Serviços de CSD. Essa transferência de titularidade integra determinada etapa do processo



de liquidação *delivery versus payment*, que é coordenada por uma câmara de compensação e liquidação na prestação de seus próprios serviços.

Não seria cabível, portanto, que o investidor fosse cobrado diretamente (por meio do respectivo agente de custódia) por um serviço que é contratado pela câmara de compensação e liquidação para prestação de seus próprios serviços de liquidação.

O custo com o serviço de transferência de titularidade na depositária central estará embutido na taxa de liquidação que é cobrada pela própria *clearing* de seus participantes i.e., os membros de compensação, e incidirá no ciclo de liquidação. Os membros de compensação, por sua vez, poderão repassar esse custo aos respectivos clientes finais, também no ciclo de liquidação.

Essa é a forma de cobrança adotada, inclusive, pela própria *clearing* da B3, que cobra seus membros pelo serviço completo de liquidação, incluindo o custo pela transferência de titularidade dos ativos na CSD – sem qualquer desmembramento da cobrança para os participantes da CSD. Portanto, além de carecer de sentido lógico, essa forma de cobrança, que decorre da incompleta e inadequada definição dos Serviços de CSD proposta pela B3, é totalmente discriminatória de rivais, uma vez que não observa isonomia com relação às práticas adotadas entre suas próprias unidades de negócios.

Observamos que a ACS já havia apresentado tais considerações à B3, em 16 de março de 2017, quando juntou publicamente aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11 documento que havia sido previamente apresentado à CVM sobre o tema. O Anexo I à presente manifestação contém o inteiro teor de tal documento. Contudo, tais considerações foram totalmente ignoradas quando da publicação do presente Edital.

(b) Inadequação de repasse ao contratante de custos decorrentes de imposições regulatórias à B3 e desproporção de valores indicados

De acordo com o Edital, a taxa de *set-up* dos Serviços de CSD, **no valor de R\$4,2 milhões**, teria como o objetivo “*cobrir os custos referentes aos investimentos em tecnologia necessários para viabilizar o início da prestação dos Serviços de CCP e dos Serviços de CSD, conforme o caso, sem a adição de qualquer margem adicional.*”

De acordo com o Anexo III do Edital, os custos a serem cobertos pela referida taxa seriam os seguintes: **(a)** aquisição de servidores; **(b)** mão-de-obra interna; **(c)** mão-de-obra externa; **(d)** teste regressivo; **(e)** teste de *capacity*; **(f)** licença do XFB e novos processos; **(g)** tributos; e **(h)** taxa de manutenção do primeiro ano.

Tendo em vista que a concessão de acesso aos Serviços de CSD pela depositária central da B3 às IMF decorre de imposição regulatória, nos termos da Instrução CVM 541/13, entendemos que parte dos custos acima elencados, para “viabilização do início da prestação de tais serviços”, seriam incorridos pela B3, na verdade, em razão de simples cumprimento da regulamentação em vigor. Nesse sentido, não caberia à B3 simplesmente repassar esse



ônus ao próprio contratante dos serviços, sob risco de configurar-se efetiva recusa de acesso.

Ademais, dentro desse contexto, questiona-se se a proposta taxa de *set-up* seria cobrada de toda e qualquer IMF que venha a contratar os Serviços de CSD da B3 ou apenas da primeira IMF contratante. Embora essa última hipótese faça pouco sentido – já que, nesse caso, o primeiro entrante arcaria sozinho com o custo total de adaptação da B3 para início da prestação dos serviços, gerando um desproporcional benefício à B3 e aos futuros contratantes - parece-nos que determinados custos que estariam cobertos por tal tarifa se referem, de fato, a despesas para adaptação de sistemas, estruturas e pessoal para início da prestação de Serviços de CSD, de forma geral, e não apenas a um contratante específico. Solicitamos gentilmente que sejam fornecidos esclarecimentos nesse sentido.

Ainda que se admitisse a aplicação da taxa de *set-up* (o que não se admite, em vista das razões acima expostas), parte das atividades/custos indicados no Anexo III do Edital, como a taxa de manutenção, não tem qualquer relação com o suposto serviço que estaria sendo prestado pela B3.

O Edital também não deixa claro como as taxas de *set-up* e manutenção dos Serviços de CSD se relacionam com a tarifa cobrada pela transferência de ativos. Se aquelas taxas têm por objetivo cobrir todos os custos de disponibilização e manutenção de tais serviços às IMF, parece-nos que qualquer outro valor cobrado representaria tão somente lucro auferido pela B3.

Além da inadequação da alocação de determinados custos à mera atividade de abertura e manutenção de contas da IMF, parece-nos, também, que os valores ali estimados estão excessivamente elevados, havendo total desproporção entre a contraprestação estabelecida pela B3 e os serviços que estariam sendo efetivamente prestados. Lembramos, nesse contexto, que a Instrução CVM nº 541/13 exige que “as contraprestações estabelecidas pelo depositário central devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados”⁶.

Por fim, cumpre observar que a referida taxa de *set-up* - supostamente cobrada para que a B3 possa arcar com os custos relacionados ao início da prestação dos Serviços de CSD - estranhamente, também inclui, em seu valor, a taxa de manutenção pelo primeiro ano de contratação. Essa vinculação entre as taxas de *set-up* e de manutenção do primeiro ano não parece fazer sentido. Trata-se de taxas que supostamente têm por objetivo cobrir custos diversos, sendo, portanto, tarifas independentes que, se fosse o caso, deveriam ser cobradas separadamente. Interessante notar que essa vinculação entre a taxa de *set-up* e a taxa de manutenção pelo primeiro ano de contratação foi estabelecida apenas para os Serviços de CSD, mas não para os Serviços de *Clearing* a serem prestados pela B3.

⁶ Art. 39, §2º, ICVM 541/13.

(c) Abusividade e não razoabilidade das contraprestações propostas

Os preços propostos pela B3 para os Serviços de CSD estão excessivamente acima dos preços praticados por depositários centrais de valores mobiliários (“CSD”) em outros países para prestação de serviços equivalentes.

De acordo com estudo realizado pela Oxera Consulting Ltd, que examinou o preço cobrado por CSD em diversos países onde houve introdução de concorrência no setor de bolsa, o preço médio cobrado por serviços equivalentes aos Serviços de CSD, nesses países, é de 0,092 bps (abrangendo o preço do serviço para o processo de liquidação física completo, incluindo a transferência do ativo do comprador até sua entrega ao vendedor) – sendo, portanto, 15 vezes inferior ao preço total proposto pela B3 de 1,4 bps por operação, considerando-se as taxas de *set-up*, manutenção e transferência.

Atenção: a existência de desproporcional discrepância entre os preços propostos pela B3 e a média praticada internacionalmente demonstra a existência de abusividade e da falta de razoabilidade das contraprestações propostas, em frontal violação ao que dispõe a Instrução CVM nº 541/13. Os Serviços de CSD, por suas características, assemelham-se às *essential facilities*, de forma que é essencial que o preço estabelecido seja razoável, não se constituindo em indevida restrição de acesso. Assim, a B3 tem o ônus de justificar, de forma detalhada e completa, as razões para existência de tamanha discrepância do preço proposto em comparação a mercados internacionais.

A tabela a seguir mostra as tarifas totais apuradas para serviços equivalentes nas 16 CSD pesquisadas pela Oxera, em seu estudo, que é apresentado como Anexo II à presente manifestação.

Tabela 4.2 Tarifas por negócio liquidado e por valor médio de liquidação

	Moeda	Tarifa por instrução de liquidação (moeda local)	Taxa de câmbio para R\$	Multiplicador	Valor médio de liquidação (moeda local, milhares)	Tarifa por negócio liquidado (R\$)	Tarifa por valor de liquidação (bp)
		A	B	C	D	E = A*B*C	F = A*C/D
ASX	AUD	0.30	1,92	2	231	1,15	0,03
CDS	CAD	0.03 ¹	2,02	2	14	0,12	0,04
Clearstream	€	0.38 ²	2,93	4	376	4,48	0,04
DTC	US\$	0.06	2,26	4	63	0,57	0,04
Euroclear France	€	0.78	2,93	4	538	9,10	0,06
Euroclear Sweden	SEK	1.35 ³	0,32	4	1.593	1,70	0,03
Euroclear UK	£	0.28	3,74	4	421	4,17	0,03
Iberclear	€	0.50	2,93	4	245	5,86	0,08
Interbolsa	€	0.11	2,93	4	34	1,34	0,14
Monte Titoli	€	0.35 ⁴	2,93	4	171	4,04	0,08
NSDL	INR	1.00	0,04	1	374	0,04	0,03
OeKB	€	0.90	2,93	4	149	10,55	0,24
SIX SIS	CHF	0.65	2,15	4	81	5,59	0,32
T2S	€	0.15	2,93	2	151	0,88	0,06
VPS	NOK	5.00 ⁵	0,36	4	1.356	7,13	0,15
VP Securities	DKK	1.50	0,39	4	607	2,36	0,10

Entendemos que a existência de tamanha discrepância entre os preços propostos pela B3 e a média praticada internacionalmente demonstra abusividade e falta de razoabilidade nas contraprestações propostas, em frontal violação ao que dispõe a Instrução CVM nº 541/13, que determina que as contraprestações cobradas 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”⁷.

É importante lembrar, ademais, que os Serviços de CSD têm natureza de *utility* e, por suas características, se assemelham às chamadas *essential facilities*, de forma que o preço estabelecido pela B3 não pode se constituir em indevida restrição de acesso, sob pena de se impedir a introdução de concorrência no mercado de bolsa brasileiro como um todo. Conforme apontou a Superintendência Geral (“SG”) do CADE, em seu parecer no Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11:

⁷ Art. 39, §3º da ICVM 541/13.



“Vale dizer, ainda, que a replicação de tais estruturas no segmento de depósito e registro é praticamente impossível, dada a característica de essential facility desse serviço, limitando a possibilidade de entrada verticalizada nos segmentos de negociação e liquidação/compensação. Ou seja, na prática, qualquer entrada no país dependerá, em maior ou menor medida, de um acordo com o eventual monopolista nos mercados de bolsa e balcão para prestação de serviços essenciais.”

No caso de serviços monopolizados que são essenciais à entrada de rivais, tais como os Serviços de CSD, deve-se ter em mente que a prestadora de tais serviços – no caso, a B3 - **possui incentivo e capacidade para dificultar tal acesso, de forma a preservar seu próprio monopólio**. Conforme observado pela SG do CADE sobre o assunto:

“Por possuir uma estrutura verticalizada, a BVMF tem capacidade e incentivo para impedir o acesso de um concorrente à sua central depositária e, dessa forma, obstar a sua entrada no mercado.”⁸

Por essa razão, a precificação de tais serviços pela B3 é um aspecto crítico, que deve ser acompanhado e analisado de perto pelo mercado e pelos reguladores competentes, nos termos da regulamentação em vigor.

Vale destacar, nesse contexto, que, embora, do ponto de vista concorrencial, a regra geral nos mercados seja a ampla e irrestrita liberdade para precificação de serviços, no caso de *essential facilities*, é muito comum que os próprios reguladores estabeleçam o preço ou, pelo menos, fixem regras específicas sobre a matéria, incluindo a imposição de limites máximos de valores. É o que ocorre, por exemplo, no caso de fixação e acompanhamento de preços por parte da ANATEL para tarifas de interconexão, com as determinações pela ANP sobre preços de acesso a dutos, dentre outros.

No caso dos Serviços de CSD, a CVM já manifestou seu entendimento no sentido de que não teria competência para estabelecer as respectivas contraprestações, no entanto, entende que nos termos da regulamentação em vigor, poderia solicitar à B3 demonstração detalhada da formação de preço e, ainda, conforme o caso, determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos⁹.

⁸ Anexo - Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE, pg. 83, disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?JBxzcRyVtzZSUGi-jpdxg_dIORdDI9sXn9zfuqSxpu66gdoAfmtnUemRGqzLtrw81-63Tq3Mijw9Xgt4bbWw,,

⁹ “Claro está que a fixação de contraprestações compete às entidades administradoras de mercado ou às infraestruturas do mercado financeiro e não ao órgão regulador. Este, no entanto, pode solicitar demonstração detalhada da formação das contraprestações e determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos (art. 55, parágrafo único, Instrução CVM n.º 461, de 2007).” (Memorando n.º 3/2017-

Caberá, portanto, à CVM avaliar, com base nas informações apresentadas pela B3 e nas considerações apresentadas no âmbito da presente Consulta Pública, se os preços propostos para os Serviços de CSD são razoáveis e proporcionais, nos termos previstos pela regulamentação em vigor, tendo-se em vista sua natureza de *essential facility*.

Conforme mencionado, a comparação com os preços praticados internacionalmente indica existência de abusividade e de extrema desproporção de valores. Portanto, o ônus que recai sobre a B3 para justificar, de forma detalhada e completa, a razoabilidade dos preços propostos para prestação dos Serviços de CSD é extremamente elevado e deve ser encarado com extrema seriedade pela empresa e pelo regulador.

(d) Ausência de transparência e inadequação dos pressupostos dos preços propostos

Conforme apontado acima, os preços propostos para os Serviços de CSD estão extremamente distantes das médias praticadas internacionalmente, de modo que cabe à B3 demonstrar ao regulador - e ao mercado, no âmbito da presente consulta pública - a razoabilidade de tais valores, sob risco de configurar-se frontal violação ao disposto na Instrução CVM nº 541/13 e aos princípios de direito concorrencial aplicáveis.

Ademais, é preciso lembrar que, conforme já afirmado, para preservar seu monopólio, a B3 possui total incentivo e capacidade para criar dificuldades de acesso aos Serviços de CSD, de forma a impor barreiras à entrada de rivais nos segmentos de *clearing* e de negociação.

Atenção: as informações contidas no material divulgado na Consulta Pública não são suficientes para justificar a razoabilidade dos preços propostos, cujos valores estão desproporcionalmente acima da média internacional. A B3 possui incentivos e capacidade para impedir o acesso aos Serviços de CSD, de forma a proteger o seu monopólio nos segmentos de *clearing* e de negociação. Assim, a total transparência, clareza e completude com relação aos fundamentos dos preços propostos pela B3 para os Serviços de CSD são de extrema importância e ganham ainda maior relevância no caso concreto.

A criação de tais dificuldades pela BM&FBovespa (hoje, B3) foi, inclusive, expressamente referida pela SG no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, que tratou da operação societária entre BM&FBovespa e Cetip, conforme trechos de seu parecer que transcrevemos abaixo:

“[...] O exposto nos itens acima permite observar como a entrada de concorrentes no mercado tem se mostrado extremamente

difícil e demorada. Além das altas barreiras à entrada, que parecem dificultar até mesmo a entrada de um agente que já atua no mercado brasileiro de bolsa no segmento de balcão, os potenciais entrantes ainda se deparam com uma estrutura verticalizada que os colocam em uma situação de dependência de um concorrente já estabelecido para obter acesso a uma estrutura essencial para a sua atuação. Essa conjuntura resulta em um histórico tétrico de entradas no mercado, marcado pela morosidade e pelo insucesso. [...]¹⁰

[...] Por possuir uma estrutura verticalizada, a BVMF tem capacidade e incentivo para impedir o acesso de um concorrente à sua central depositária e, dessa forma, obstar a sua entrada no mercado;

Nos últimos cinco anos, foram noticiadas quatro tentativas de entrada no mercado brasileiro de bolsas, das quais apenas duas ainda estão em desenvolvimento;

Há indícios de que a BVMF continua se utilizando de seu poder de mercado para impedir a entrada de concorrentes no mercado (como, por exemplo, a ATS), se recusando a contratar com o concorrente e estabelecendo tarifas altas para espremer a sua margem de lucro; [...]¹¹

Assim, a total transparência, clareza e completude com relação aos fundamentos dos preços propostos pela B3 para os Serviços de CSD são de extrema importância, ganhando relevância ainda mais especial em vista do histórico de comportamentos referido acima.

Observa-se, contudo, que, embora o Edital se proponha a apresentar os pressupostos que teriam dado base às tarifas ali estabelecidas, as informações efetivamente apresentadas são pouco claras, superficiais e inadequadas para uma adequada análise do assunto – sendo insuficientes para se comprovar qualquer razoabilidade dos valores propostos.

A título de exemplo, observa-se que o Edital prevê que os preços propostos para a taxa de transferência CSD decorreriam de um suposto rebalanceamento de tarifas feito pela B3 “com o objetivo de 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 à vista de renda variável”.

¹⁰ Anexo - Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE, pg. 54, emitido do âmbito do Ato de Concentração n.º 08700.004860/2016-11, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>

¹¹ *Idem*, pg. 83.



Contudo, o Edital não apresenta qualquer informação sobre a metodologia que teria sido aplicada para fins de alocação de custos e receitas a cada uma das atividades específicas que compõem a cadeia de serviços referida acima. Na verdade, de acordo com o Edital, a B3 simplesmente teria dividido essas atividades em três grandes grupos, a saber:

- (a) “Atividades de Negociação”, que, nos termos do Edital, *“engloba as atividades exercidas na condição de entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários relativos ao mercado a vista de renda variável (inclusive os serviços de market data e co-location)”*;
- (b) “Atividade de Clearing”, que, nos termos do Edital, *“abrange as atividades exercidas na condição de câmara de compensação e liquidação, em relação às operações do mercado a vista de renda variável”*; e
- (c) “Atividade de Depositária”, que, nos termos do Edital, *“compreende as atividades exercidas na condição de depositário central de valores mobiliários de renda variável”*.

Como se pode perceber, os grupos acima representam, na verdade, as três principais unidades de negócios atualmente detidas pela B3, no que se refere à sua atuação no mercado à vista com valores mobiliários de renda variável, a saber: **(a)** negociação, ou seja, atuação da B3 na qualidade de administradora de mercado organizado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 461/07, **(b)** *clearing*, ou seja, atuação da B3 na qualidade de câmara de compensação e liquidação, nos termos da Circular Bacen 3.057/01, e **(c)** depósito centralizado ou seja, atuação da B3 como depositário central, nos termos da Instrução CVM nº 541/13.

Tais unidades de negócios poderiam ser constituídas como pessoas jurídicas distintas – o que seria, inclusive, recomendável, para fins de transparência e adequada segregação das atividades desenvolvidas - no entanto, hoje, elas estão abarcadas por um mesmo CNPJ, da B3.

Cada uma dessas unidades de negócios da B3 desenvolve, no seu segmento de atuação, uma série de atividades diferentes, cada uma com seus custos e receitas próprios. A depositária central, por exemplo, presta serviços e cobra tarifas por atividades tais como custódia de valores mobiliários, emissão e resgate de cotas de ETF, manutenção de *Depositary Receipts*, tratamento de eventos corporativos, constituição de ônus e gravames e emissão de certidões.

Contudo, o Edital não especifica quais seriam as atividades de negociação e pós-negociação que teriam sido consideradas em cada uma das unidades de negócios da B3 para fins da alocação de custos e receitas e posterior rebalanceamento de margens.

A ausência de informações completas e objetivas com relação ao assunto acima abre margem para que a B3 proponha preços tão abusivos quanto os que foram apresentados – de modo a dificultar o acesso aos Serviços de CSD e proteger seu monopólio nos segmentos



de *clearing* e de negociação – e, ainda, prejudica a análise do tema pelo mercado, no âmbito da presente Consulta Pública, e pelo regulador, que deverá posicionar-se sobre o tema ao cabo deste processo.

Apenas para fins de referência, observamos que, na Austrália, - onde os reguladores recentemente estabeleceram uma série de diretrizes de comportamento para a empresa monopolista dos serviços de *clearing* e *settlement* (a ASX) em razão de preocupações de ordem concorrencial similares às expostas pelas autoridades brasileiras no presente caso¹² - exige-se que as alterações relevantes de tarifas para tais serviços sejam acompanhadas de justificativa quanto à sua razoabilidade. Tal justificativa deve ser feita por meio de referências às métricas utilizadas para o estabelecimento do preço, bem como a outros tipos de evidência, tais como *benchmarks* ou análise independente sobre a comparação com preços praticados em outros mercados.

Nesse sentido, de acordo com as orientações publicadas naquele país:

*“ASX should publish any increases in its CS fee schedules along with an attestation justifying their reasonableness. For the most material such increases, **this attestation would be expected to refer to relevant metrics and other evidence**, such as the calculated return on equity, benchmarked price lists, or an independent review of how ASX’s cash equity CS fees compare with those of CS facilities in other markets.”*¹³

Além da comprovação quanto à razoabilidade dos preços propostos, os reguladores australianos exigem que haja total transparência com relação à metodologia utilizada para estabelecimento de preço. Nesse sentido, exige-se que a empresa monopolista **(a)** mantenha um método apropriado para determinação de preço para os serviços de *clearing* e *settlement* de tal modo a gerar receitas esperadas que reflitam o custo eficiente para prestação dos serviços, incluindo um retorno sobre investimento que seja proporcional aos riscos comerciais envolvidos e **(b)** mantenha um método apropriado para alocação interna de custos, bem como políticas sobre transferência de preço entre as entidades do grupo, que sejam baseados em princípios razoáveis de alocação de custo, como por exemplo: **(1)** sempre que possível, custos devem ser diretamente alocados aos serviços que lhes deram

¹² *Regulatory Expectations for Conduct in Operating Cash Equity Clearing and Settlement Services in Australia* Disponível em <https://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/regulatory-expectations-policy-statement/pdf/policy-statement.pdf>

¹³ *Regulatory Expectations for Conduct in Operating Cash Equity Clearing and Settlement Services in Australia* Disponível em <https://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/regulatory-expectations-policy-statement/pdf/policy-statement.pdf>



causa; e **(2)** custos compartilhados devem ser alocados com base em princípios apropriados e transparentes¹⁴.

De forma similar, observa-se que, também na Europa, a regulamentação exige transparência do depositário central com relação à metodologia de fixação de preço. Lá, a norma prevê que o depositário central deve manter uma contabilidade analítica que separe, pelo menos, os custos e receitas relacionadas a cada um dos serviços principais prestados, e, de forma separada, os dos serviços acessórios. Nos termos da norma aplicável, esse tipo de providência tem por finalidade evitar, por exemplo, subsídios cruzados e outras formas de práticas anticoncorrenciais na prestação de serviços pelo depositário central:

*“8. In order to ensure effective application of Union competition rules and enable the identification, inter alia, of cross- subsidisation of ancillary services by core services, a CSD shall maintain analytical accounting for its activities. Such analytical accounts shall at least separate the costs and revenues associated with each of its core services from those associated with ancillary services”.*¹⁵

Infelizmente, observa-se que as práticas da depositária central da B3 estão muito distantes de tais elevados e desejáveis parâmetros internacionais de completude e transparência. Observa-se, por exemplo, que o Edital não traz qualquer explicação mínima razoável sobre a metodologia utilizada para fixação das contraprestações propostas. Com exceção da superficial descrição sobre a divisão das atividades do mercado à vista de renda variável em três grandes grupos (i.e., negociação, *clearing* e depositária), conforme mencionado acima, não há qualquer esclarecimento satisfatório com relação à metodologia de fixação de preço por atividade específica, em linha com os referidos padrões internacionais.

¹⁴ Tradução livre de: “ASX should maintain an appropriate method for determining the prices of its CS services so as to generate expected revenue that reflects the efficient costs of providing those services, including a return on investment commensurate with the commercial risks involved.[...] ASX should maintain an appropriate model for the internal allocation of costs, including the cost of allocated capital, as well as policies to govern the transfer of prices between the relevant ASX Group entities. Compliance with the model and policies would be expected to be subject to internal audit review. The model and policies should be based on reasonable cost allocation principles. For example: (i) where possible, costs should be directly allocated to the service(s) which give rise to those costs (ii) shared costs should be allocated based on appropriate and transparent metrics.” (Regulatory Expectations for Conduct in Operating Cash Equity Clearing and Settlement Services in Australia, disponível em <https://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/regulatory-expectations-policy-statement/pdf/policy-statement.pdf>)

¹⁵ Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>



Examinando-se a decisão da área técnica da CVM que determinou a realização da presente Consulta Pública, é possível verificar que a B3 lhe informou que a alocação de custos e receitas e o rebalanceamento de margens teriam sido realizados, respectivamente, de acordo com as metodologias ABC (*Activity Based Cost*) e *Equi-proportional Mark-Upos*, as quais teriam sido auditados pela KPMG Auditores Independentes¹⁶. Na nota de rodapé nº 9 da decisão, há uma breve explicação do como seriam compostas tais metodologias, conforme transcrita abaixo:

“Metodologias de alocação de custos utilizadas pela BVMF e auditadas pela KPMG:

Activity Based Cost: identificação, análise e alocação de custos aos processos. Na atividade de negociação foram identificados os processos e os respectivos custos foram alocados. Na pós-negociação, os processos não originados das Diretorias de Liquidação, Administração de Risco e Central Depositária foram distribuídos entre CCP e CSD na mesma proporção da receita.

*Equi-proportional Mark-Up, de acordo com a qual os custos corporativos são alocados aos objetos de custos na proporção da margem obtida após a alocação direta dos custos. Na pós-negociação, os custos foram alocados entre CCP e CSD na mesma proporção da margem”*¹⁷

Como se pode perceber, a descrição acima, além de não estar contida no Edital, é pouco clara e insuficiente. No caso dos preços cobrados pelas atividades da depositária central, por exemplo, menciona-se simplesmente que *“na pós-negociação, os processos não originados das Diretorias de Liquidação, Administração de Risco e Central Depositária foram distribuídos entre CCP e CSD na mesma proporção da receita”*, sem que fossem identificadas as atividades específicas desenvolvidas por cada uma dessas unidades de negócios.

Conforme mencionado, a depositária central da B3 presta serviços e cobra tarifas por diferentes tipos de atividades e, portanto, seria necessário alocar os custos e receitas de

¹⁶ “Ressalte-se que a proposta de contraprestações constante da Tabela II já foi elaborada a partir de demonstrações de resultados gerenciais auditadas pela KPMG Auditores Independentes. As DRE Gerenciais foram elaboradas a partir das receitas brutas e custos alocados a cada atividade, de acordo com as metodologias ABC (*Activity Based Cost*) e *Equi-proportional Mark-Up*. (Memorando nº 3/2017-CVM/SMI, de 17 de março, de 2017, pg. 7, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170322/0624.pdf>).

¹⁷ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170322/0624.pdf>



acordo com cada uma dessas atividades – cada uma das quais, inclusive, envolve diferentes níveis de risco e complexidade.

A ausência de transparência com relação a métodos e pressupostos também afeta a análise de razoabilidade da proposta de rebalanceamento de margens mencionado no Edital.

Parece-nos totalmente inadequado, por exemplo, que simplesmente se aplique mesma margem de lucro para todas as diferentes atividades desempenhadas pela depositária central – ou ainda, pior, para todas as atividades desempenhadas por cada uma das três unidades de negócios da B3 - especialmente considerando-se a característica de *utility e de essential facility* dos Serviços de CSD.

Dessa forma, entendemos que a B3 deverá justificar, de forma transparente e detalhada, a razoabilidade dos parâmetros utilizados para realização do suposto rebalanceamento de margens no caso concreto.

Como se pode perceber, esses e tantos outros aspectos essenciais relacionados à política comercial proposta no Edital ficaram obscuros e sem justificativa razoável no material apresentado na Consulta Pública. Dessa forma, entendemos que a B3 não conseguiu justificar, de forma minimamente razoável, os elevados valores de preço propostos para os Serviços de CSD, os quais estão desproporcionalmente distantes das práticas internacionais.

Atenção: o Edital não é transparente com relação a informações essenciais relacionadas à metodologia para estabelecimento de preço pelos Serviços de CSD, que estão desproporcionalmente acima das médias internacionais. São exemplos de informações obscuras, insuficientes ou ausentes nos documentos colocados em Consulta Pública:

(a) atividades específicas desempenhadas por cada uma das três unidades de negócios da B3 (*i.e.*, negociação, *clearing* e depositária central), cujos custos e receitas teriam sido harmonizados para fins do referido balanceamento;

(b) custos alocados na atividade de transferência de titularidade de ativos, para fins de cálculo de margem nesse preço, tendo em vista os custos que já estariam sendo cobertos pela taxa de manutenção;

(c) a metodologia utilizada pela KPMG para alocação de custos e receitas em tais atividades, bem como para auditar as referidas DRE gerenciais;

(d) as bases de dados e eventuais outras fontes utilizadas pela B3 e/ou pela KPMG para alocação de custos e cálculo de margens, bem como os critérios adotados de maneira detalhada para uniformização de moedas, unidades de medida, atualizações monetárias, alocação funcionários e outras despesas, período histórico considerado, etc; e

(e) os parâmetros de equalização utilizados para fins do rebalanceamento de margens das atividades listadas no item (b), acima, e justificativa de sua razoabilidade no caso concreto dos Serviços de CSD.

(e) Benchmarks internacionais como parâmetros adequados para verificação de razoabilidade de preços propostos

Dentro contexto apresentado acima, destaca-se a essencial importância da utilização dos *benchmarks* internacionais como parâmetros para aferição de razoabilidade de preço propostos pela B3.

A total falta de transparência e adequação das informações fornecidas na Consulta Pública, aliada à histórica atuação verticalizada da BM&FBovespa (hoje, B3) nos três segmentos de mercado - sem qualquer forma de segregação, sequer contábil - certamente dificultará a avaliação a ser feita pelo mercado e pelo órgão regulador, com relação à

razoabilidade e proporcionalidade das contraprestações propostas – sob risco de que envolvam, por exemplo, custos ineficientes típicos de monopolista, adoção de custos não específicos (tal como já observado no Edital), bem como custos inflados, não passíveis de identificação e monitoramento.

Por essa razão, o Prof. Vinícius Marques de Carvalho recomendou, em seu parecer apresentado ao CADE no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11¹⁸, que o *benchmarking* internacional para o serviço específico a ser contratado fosse inicialmente estabelecido, como parâmetro para fixação de preço razoável para os Serviços de CSD da BM&FBovespa. O professor destaca, nesse sentido, que:

“Com relação aos preços, entendo que o remédio desenhado pelo Cade deveria se orientar por três ordens de preocupação, quais sejam: impedir a prática de discriminação, impedir subsídios cruzados entre os diferentes serviços por parte da bolsa, e garantir que o preço seja baseado em parâmetros objetivos como benchmarking internacional para o serviço específico a ser contratado (troca de titularidade) em um primeiro momento, e nos custos efetivos e eficientes da utilização da CSD em um segundo momento.”¹⁹

Da mesma forma, no estudo preparado para a CVM, em 2012, a empresa de consultoria especializada Oxera Consulting Ltd recomendou que fosse realizado monitoramento dos

¹⁸ O parecer foi juntado publicamente ao processo pela ACS em 16 de março de 2017 (doc. nº [0314455](#)).

¹⁹ Parecer do Prof. Vinícius Marques de Carvalho, de 6 de março de 2017, pg. 50.



preços da BM&FBovespa com base nas tarifas praticadas em mercados internacionais. Nesse sentido, destacou que:

“O monitoramento de preços deve basear-se nas tarifas cobradas por serviços de negociação e pós-negociação comparados adequadamente a outros países. Esses elementos de comparação poderiam incluir:

– mercados que já sejam altamente desenvolvidos, como os dos EUA, para que proporcionem um parâmetro adequado que sirva de aspiração para o mercado brasileiro em termos de escala e eficiência;
– mercados bem desenvolvidos que sejam de porte semelhante, ou pouco maior do que o brasileiro, como os da Alemanha e Austrália. Esse procedimento estimularia mais monitoramento por parte de investidores, inclusive corretores e investidores finais.

Os órgãos reguladores conseguiriam supervisionar esse tipo de processo e, eventualmente, poderiam solicitar explicações mais aprofundadas em relação a mudanças (ou ausência de mudanças) nas tarifas cobradas de usuários finais, ou pedir explicações sobre aparentes desvios das estruturas de custos. Do mesmo modo, isso estimularia um alinhamento dos preços da Bovespa relativos à prestação dos diversos serviços ao longo da cadeia de valor.

Isso também poderia melhorar a contestabilidade do mercado, levando mais esclarecimento sobre os custos dos serviços prestados pela bolsa estabelecida e, portanto, sobre o espaço econômico em potencial para que uma entrante preste serviços específicos.”²⁰ (grifos nossos)

Portanto, entendemos que os *benchmarks* internacionais de preço deverão ser utilizados como parâmetros de aferição de razoabilidade das contraprestações propostas pela B3 para os Serviços de CSD.

Conforme já afirmado, os preços propostos no Edital estão desproporcionalmente distantes da média internacional, apurada pela Oxera com base na avaliação de preços praticados em 16 países diferentes, onde houve introdução de concorrência no mercado de bolsa. O estudo realizado aponta que a média de preços nesses países é de, aproximadamente, 0,1 bps, considerando o valor total cobrado pela CSD para os serviços de troca de titularidade

²⁰ *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?*, junho de 2012, pg. 166, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf

(representando, portanto, o preço do serviço para o processo de liquidação física completo, incluindo a transferência do ativo do comprador até sua entrega ao vendedor).

Se considerarmos apenas a taxa de transferência (sem considerar as taxas de *set-up* e de manutenção e sem qualquer ponderação pelo volume histórico de cada tipo de operação), o menor preço proposto pela B3 seria de 0,84 bps por operação (0,42 bps por ponta vendedora e compradora), o que representaria um valor que é mais de **9 vezes superior à média internacional**. No caso da taxa de transferência aplicável às operações realizadas por investidores em geral, o valor do preço proposto seria de 1,18 bps por operação, o que representaria um valor que é mais de **13 vezes superior à média internacional**.

Portanto, os preços propostos pela B3 estão muito distantes do que se poderia considerar razoável para a prestação dos Serviços de CSD.

(f) Política Comercial proposta pela B3 representa nova tentativa de movimentação anticoncorrencial de preço

Entendemos que a Política Comercial proposta para os Serviços de CSD representa nova tentativa de movimentação de preço pela B3, que - tal como realizado em 2011 e 2013 - tem como finalidade precípua achatar as margens de potenciais concorrentes, criando barreiras à entrada nos demais segmentos do mercado de bolsa.

Lembramos que, em 2011, coincidentemente na mesma época em que foram divulgados projetos de criação de novas bolsas no Brasil²¹, a então BM&FBovespa anunciou a adoção de nova estrutura de tarifação de seus serviços, que resultou na inversão da proporção das tarifas cobradas nos serviços de negociação e pós-negociação.

Atenção: a Política Comercial proposta para os Serviços de CSD representa nova tentativa de movimentação anticoncorrencial de preço pela B3 - tal qual realizada em 2011. Naquela oportunidade, a tarifa de compensação e liquidação passou a representar valor 594% superior à média de preços praticadas por mercados internacionais. Agora, a B3 pretende fixar o preço pelos Serviços de CSD como um percentual da taxa de compensação e liquidação, aproveitando-se da incrivelmente inflada tarifa estabelecida na estratégia de 2011.

Anteriormente à nova política de preço imposta pela BM&FBovespa, o preço final que o investidor pagava para operações em bolsa era dividido na proporção de 83% para o serviço de negociação e 17% para o serviço de compensação e liquidação. Com a nova política adotada em 2011, essa proporção foi invertida, alocando-se 20% da receita gerada para o serviço de negociação e 80% para o serviço de compensação e liquidação.

²¹<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/a-nova-bolsa-do-rio-de-janeiro-impressiona-analistas>

Para o investidor, a nova política não representou impactos diretos uma vez que não houve alteração no preço final, apenas na sua composição, mas teve efeitos nocivos à entrada de potenciais concorrentes. Depois da alteração, um entrante que quisesse competir no segmento de negociação (naturalmente o primeiro serviço da cadeia) viu a margem potencial desse serviço diminuir abruptamente, ao ser reduzido a 20% da receita total. Caso este mesmo entrante decidisse por seguir em frente e contratar os serviços de pós-negociação da BM&FBovespa, a mudança da estrutura de preço passaria a representar um aumento relevante de seus custos, efetivamente inviabilizando a criação de novas plataformas de negociação sem *clearing* própria.

Embora a BM&FBovespa tenha justificado a adoção da nova política de preço para fins de “refletir melhor a estrutura de custos da companhia” e “levando a um maior alinhamento internacional”²², no estudo preparado para a CVM, em 2012, a Oxera afirmou que a análise que embasou a alteração da política de tarifação teria sido baseada em premissas metodológicas questionáveis e não sólidas²³.

²² http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/850/NovaPolitcadeTarifao_15.8.11.pdf

²³ Conforme observado pela Oxera, “Ao introduzir a nova estrutura de tarifação em 2011, a BM&FBovespa publicou uma análise feita pela Rosenblatt Securities comparando os custos de negociação e pós-negociação no Brasil com os da Alemanha. Essa análise adota uma abordagem conceitual semelhante à utilizada no presente estudo. Após definir um perfil dos investidores no Brasil, aplicou-se o resultado às políticas de preços de negociação e pós-negociação no Brasil e na Alemanha e incluiu-se uma tarifa por serviços de custódia na Alemanha. A análise da Oxera sugere que o estudo da Rosenblatt Securities não parece ser muito sólido por dois motivos principais: – na análise da Rosenblatt, estima-se que o custo total de compensação e liquidação na Alemanha seja de US\$28.88 por operação de liquidação. Comparando-se com a política de preços da Clearstream e da Eurex, isso implica que se fez um aumento aproximado de \$25 por operação de liquidação para contemplar os serviços adquiridos de intermediários na Alemanha. Isso parece ser grande (por exemplo, comparando-se com estimativas feitas em estudos da Oxera para a Comissão Europeia) e provavelmente faz uma estimativa exagerada dos custos de pós-negociação na Alemanha; – a análise da Rosenblatt também ajusta a tarifa de custódia de modo a contemplar os serviços adicionais prestados pela CBLC. Mais uma vez, ao se comparar com a política de preços da Clearstream, o aumento relativo ao custo de serviços intermediários pode ser estimado, e está calculado em valor próximo de 2.5pb por montante do mobiliário sob custódia. Esse também parece ser alto e provavelmente faz uma estimativa exagerada dos custos de pós-negociação na Alemanha. Em discussões com a Rosenblatt Securities, ficou claro que as tarifas de compensação e liquidação e as de custódia na Alemanha foram calculadas usando-se uma pequena amostra de agentes custodiantes e de compensação globais sediados nos EUA, e não custodiantes locais alemães. Isso pode explicar, ao menos em parte, por que as tarifas calculadas parecem ser altas. Ao compilar dados de custodiantes globais, a Rosenblatt talvez tenha estimado as tarifas para transações internacionais (quando o investidor e os valores mobiliários não estão na mesma jurisdição), e não para transações domésticas. A análise empírica feita pela Oxera indica que os custos para transações internacionais são, usualmente, maiores do que para transações domésticas. Outro motivo pelo qual a análise da Rosenblatt não parece ser sólida é pelo fato de não proporcionar uma análise com parâmetros iguais. Por exemplo, embora as tarifas do custodiante estejam incluídas para a Alemanha, a análise não inclui as tarifas do custodiante no Brasil. Para assegurar uma comparação com parâmetros iguais, o correto

Com efeito, observa-se que, embora a movimentação de preço tenha causado alinhamento das tarifas de negociação, gerou, também, uma absurda desproporção nas suas tarifas de pós-negociação, **que passaram a representar valor 594% superior à média de preços praticadas pelos mercados utilizados como parâmetro pela própria BM&FBovespa.**

Bolsa	ADTV-2015 em U\$ milhões	Tarifa de Negociação (em bps)	Tarifa de Pós-Negociação (em bps)	Tarifa Total
London SE Group	10.397	0,45	0,30	0,75
Deutsche Borse	6.148	0,55	0,25	0,80
Hong Kong Exchanges	8.607	0,50	0,55	1,05
Johannesburg SE	1.444	0,53	0,36	0,89
Singapore Exchange	820	0,75	3,25	4,00
Bolsa Mexicana de Valores	867	0,95	0,60	1,55
Média Ponderada da Amostra	-	0,52	0,46	0,98
BVMF	2.026	0,50	2,00 / 2,75	2,50 / 3,25
BVMF/Média	-	97%	594%	332%
BVMF Pré-Reajuste 2011	-	1,90 / 2,85	0,60	2,50 / 3,45

Fonte: BVMF, WFE. Elaboração: LCA.

Agora, a B3 pretende fixar o preço pelos Serviços de CSD como um percentual da taxa de compensação e liquidação, aproveitando-se da incrivelmente inflada tarifa estabelecida na estratégia de 2011. A B3 afirma, inclusive, que os valores das taxas para transferência de titularidade que serão cobradas na prestação dos Serviços de CSD já estariam atualmente fixados e seriam correspondentes a 0,67 bps e 0,92 bps (a depender do tipo de investidor).

seria incluir encargos do custodiante tanto nos centros financeiros onde são mantidas contas-ônibus quanto no Brasil. Isso porque os encargos do custodiante nos centros financeiros onde são mantidas contas-ônibus possivelmente incorporam o custo de outros serviços de negociação que são também prestados por custodiantes no Brasil. Além disso, na análise da Rosenblatt os custos pelo uso dos serviços do custodiante são divididos pelo montante das transações de negociação, sendo que o mais exato seria dividi-los pelo tamanho da ordem enviada pelo investidor ao corretor, que tende a ser maior do que o montante das transações de negociação.” (grifos nossos) (Estudo Oxera, pgs. 75 e 76, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf).

A propósito, de acordo com a decisão da CVM exarada no âmbito do processo administrativo que examinou a operação societária entre BM&FBovespa e Cetip, e determinou a realização da presente Consulta Pública ²⁴, seriam exatamente essas contraprestações que estariam sofrendo uma suposta redução no âmbito do “rebalanceamento de margens” proposto pela B3 na Consulta Pública – passando para 0,42 bps e 0,59 bps, respectivamente.

Contudo, parece estranho que a B3 já tenha, hoje, um valor de remuneração estabelecido para os Serviços de CSD, uma vez que eles nunca foram antes oferecidos ou prestados às IMF²⁵. Tais serviços tornaram-se obrigatórios com o advento da Instrução CVM nº 541/13 e, no entanto, sabe-se que, até hoje, não houve adaptação total aos seus dispositivos, embora o prazo tenha se expirado em dezembro de 2015.

Além disso, é facilmente verificável, nos documentos públicos da BM&FBovespa, que tais tarifas jamais foram divulgadas pela empresa ou constaram de qualquer política de cobrança sua. Aliás, nas demonstrações financeiras da BM&FBovespa sempre se reconheceu que as receitas da depositária central não estão atreladas a volume negociado²⁶.

Curiosamente, conforme informações públicas que constam no âmbito do Inquérito Administrativo, a BM&FBovespa teria afirmado à CVM que os referidos valores de 0,67 bps e 0,92 bps seriam advindos, na verdade, do Ofício Circular BM&FBovespa nº 077/2014, que estabelece tarifa específica para transferências de titularidade realizadas fora do ambiente de bolsa e que não têm sua liquidação realizada em sistema de câmara de compensação e liquidação, tais como no caso de doação ou venda privada.

Atenção: É curioso que a B3 tenha informado à CVM que já existem, atualmente, valores de contraprestação para o serviço de transferência de titularidade de ativos aplicáveis aos Serviços de CSD, já que esses serviços nunca foram antes oferecidos ou prestados pela B3 às IMF. A B3 utiliza tais valores - que foram estabelecidos com base em tarifa de liquidação cujo valor foi indevidamente inflado em 2011 - como referência para fins da atual proposta de rebalanceamento de margens.

²⁴ Memorando nº 3/2017-CVM/SMI, de 17 de março, de 2017, pg. 7, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170322/0624.pdf>

²⁵ Como se sabe, trata-se de serviços novos, que, com o advento da Instrução CVM nº 541/13 passaram a ter que ser oferecidos pela depositária central da B3, - em tese, tais serviços deveriam estar disponíveis para contratação das IMF desde 15 de dezembro de 2015, quando o prazo para adaptação à referida norma expirou. No entanto, como se pode perceber, isso não ocorreu e as condições operacionais e comerciais desse novo serviço ainda estão pendentes de aprovação pela CVM, sujeitas aos comentários recebidos na presente Consulta Pública.

²⁶ Vide http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/3052/4T16%20-%20Apresentao%20de%20resultado_widescreen_Final.pdf

Contudo, a aplicação dessa mesma contraprestação às transferências de ativos instruídas por IMF no contexto da liquidação *DvP* careceria de qualquer sentido, já que se trata, naquele caso, de transferências eventuais, realizadas sem a devida assunção de responsabilidades pela câmara de compensação. Além disso, no caso dessas operações, o Ofício Circular prevê cobrança de tarifa apenas do cedente, e não das duas pontas da operação.

Portanto, entendemos que é totalmente infundado o embasamento dos preços pelo serviço de transferência de titularidade de valores mobiliários a ser prestado às IMF como se já representassem parcela das atuais abusivas tarifas de compensação e liquidação.

(g) Taxa de utilização da estrutura de contas de garantia e de cobertura

O Edital 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 no Edital e/ou fornecer quaisquer informações específicas sobre sua aplicação no contexto específico dos Serviços de CSD.

É de se notar que a presente Política de Tarifação do Serviço de Ônus e Gravames da B3, de 14 de abril de 2016²⁷, sequer começou a produzir seus plenos efeitos – uma vez que foi prevista uma política temporária de incentivo, isentando a aplicação da taxa de registro e reduzindo em 50% o valor da taxa de permanência - de forma que não é possível verificar sua aplicabilidade no contexto da utilização da estrutura de contas de garantias e de cobertura pela própria *clearing* da B3. Assim, entendemos que deverão ser divulgadas as seguintes informações mínimas sobre o assunto, no contexto específico dos Serviços de CSD:

- (a) valores de tarifas aplicáveis;
- (b) hipóteses de incidência das tarifas;
- (c) momento de cobrança;
- (c) descrição dos serviços prestados pela B3 em cada caso;
- (d) agente responsável pelo pagamento em cada caso; e
- (e) demonstração de que a mesma política de cobrança é (ou será) aplicada para fins da administração de risco da própria *clearing* da B3, comprovando-se tratamento isonômico.

²⁷ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/onus-e-gravames.htm

1.3 Normas e procedimentos operacionais e de acesso

Apresentamos, abaixo, nossas considerações acerca das minutas de normativos operacionais e de acesso aos Serviços de CSD propostos na presente Consulta Pública.

(a) Regulamento e Manual de Acesso

Conforme mencionado em nossa manifestação preliminar à presente Consulta Pública, a ACS já havia apresentado suas críticas e comentários às minutas do Regulamento e ao Manual de Acesso, os quais eram de pleno conhecimento da B3 anteriormente à publicação do Edital, e, no entanto, foram totalmente desconsiderados.

Tais comentários foram devidamente levados ao conhecimento da B3, em 16 de março de 2017, quando a ACS juntou publicamente aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11 documento que havia sido previamente apresentado à CVM sobre o tema.

Para facilitar, juntamos o referido documento à presente manifestação, na forma do Anexo III, e apresentamos, abaixo, breve resumo dos principais pontos abordados naquela oportunidade:

Atenção: o Anexo III contém as considerações às minutas do Regulamento e do Manual de Acesso, que haviam sido apresentadas pela ACS à B3, antes da publicação do Edital, e que foram totalmente desconsideradas. O Anexo IV contém uma tabela com comentários da ACS aos dispositivos específicos dos normativos propostos, elaborados com base nas considerações previamente apresentadas

(i) **Existência de normas de acesso gerais e indiferenciadas para todos os participantes**

Os normativos de acesso, em particular o Regulamento de Acesso, contemplam, de forma consolidada e unificada, as regras de acesso a **todas** as infraestruturas de mercado administradas pela B3, incluindo ambiente de negociação, *clearing* e depositária central. A unificação das regras, em si, não seria um problema, não fosse pelo fato de que muitos dispositivos ali contidos se aplicam, indevidamente, de forma geral e indiferenciada, aos participantes de toda e qualquer infraestrutura da B3.

No entanto, as normas da CVM e do BACEN relativas a acesso a infraestruturas do mercado de capitais estabelecem critérios e graus de determinação e objetividade diferenciados a depender do tipo de infraestrutura de que se trate, i.e., plataforma de negociação, sistemas de compensação e liquidação ou depositários centrais. Assim, os critérios de admissão que podem ser aplicados por uma plataforma de negociação às corretoras devem observar ao disposto



na Instrução CVM 461/07, sendo diferentes, por exemplo, dos critérios que podem ser aplicados por uma *clearing* para admissão dos agentes de compensação – os quais deverão seguir o disposto na Resolução CMN 2882 e na Circular Bacen 3.057/01.

Da mesma forma, os critérios que podem ser aplicados aos participantes de um depositário central devem observar os parâmetros e limites específicos estabelecidos na Instrução CVM 541/13 sobre o assunto. Nesse caso, a norma estabelece, ainda, uma clara gradação interna de critérios de acesso que podem ser aplicados aos diferentes participantes da CSD, a saber, **(a)** custodiantes, **(b)** escrituradores e **(c)** infraestruturas de mercado.

Participantes que sejam custodiantes e escrituradores podem estar sujeitos a regras que abranjam um maior espectro de temas. Tais temas podem incluir sua estrutura, monitoramento de riscos, recursos humanos e materiais exigíveis, capacidade organizacional e operacional do participante, idoneidade e capacidade profissional das pessoas que atuem em nome dele.

Já os participantes que sejam IMF (ou seja, sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação e outros depositários centrais) somente poderão estar sujeitos a determinados requisitos objetivos relacionados ao controle e administração de riscos e à proteção da integridade de seus sistemas, não abrangendo os mesmos critérios elencados para os demais participantes.

Portanto, regras que estabeleçam critérios gerais e indiferenciados de acesso a todos os participantes, além de gerar insegurança e incerteza quanto às hipóteses de aplicação, poderão estar em desacordo com a regulamentação em vigor, caso venham a estabelecer requisitos que não são admissíveis para determinado grupo de usuários. Dessa forma, devem ser estabelecidas regras de admissão específicas para cada tipo de participante.

(ii) Requisitos de acesso específicos, porém, não admissíveis para as infraestruturas de mercado

Existem, nas minutas de normativos propostos, determinados requisitos de acesso aos Serviços de CSD que, mesmo tendo sido estabelecidos especificamente para as IMF, extrapolam os limites e parâmetros expressamente estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13.

Observa-se, muitas vezes, que tais requisitos de acesso específicos repetem exigências já previstas na regulamentação em vigor e cuja verificação cabe aos órgãos reguladores competentes, no âmbito dos respectivos processos de autorização para funcionamento. No caso de sistemas de compensação e liquidação, por exemplo, a verificação de tais requisitos é feita pelo Bacen, em



observância ao disposto na Resolução CMN nº 2.882/01 e na Circular Bacen nº 3.057/01, que são normas extremamente detalhadas e completas nesse sentido.

Nesses casos, não há, a princípio, justificativa razoável para que a B3 pretenda estabelecer critérios específicos e/ou adicionais de acesso que já são aplicados e monitorados pela própria autoridade regulatória responsável. Caso venha a fazê-lo, a ACS entende que a imposição de tais critérios deverá ser detalhadamente justificada com base na relação de risco imposta aos seus sistemas em razão do acesso pela infraestrutura de mercado, conforme estabelece a Instrução CVM nº 541/13.

(iii) Subjetividade e discricionariedade de determinados dispositivos

Observa-se que determinados dispositivos das minutas de normativos de acesso propostos pela B3 contêm critérios de caráter extremamente subjetivo. Tais critérios conferem ampla discricionariedade à entidade administradora e estão em expressa violação ao disposto na Instrução CVM nº 541/13, que exige que os critérios de acesso aos serviços de depósito centralizado sejam objetivos.

(iv) O processo de admissão de participantes

A ACS entende que há conflito de interesses na alocação de competências relacionadas ao processo de análise e deliberação sobre a concessão de acesso à depositária central, abrindo perigoso espaço para que haja indevida interferência dos interesses comerciais da B3.

A preocupação com o assunto se torna ainda mais significativa quando se trata do tema de acesso a estrutura essencial controlada por monopolista verticalizado em mercados relacionados, tal como a B3 em relação aos Serviços de CSD. Conforme já afirmado, trata-se de serviços com natureza de *utility*, com características que se assemelham às de *essential facilities*, sendo, portanto, essenciais à entrada de concorrência em outros segmentos do mercado de bolsa.

Conforme já explicado, a B3 possui incentivos perversos para perpetuar seu monopólio, adotando, sempre que possível, medidas para evitar ou postergar a entrada de concorrência.

Por tal razão, o CADE reconheceu que os Serviços de CSD merecem proteção concorrencial especial, consignando expressamente a existência de uma obrigação de contratar os Serviços de CSD a que se sujeita a B3.

Nesse contexto, o processo de admissão aplicável às IMF deve consistir em simples procedimento de habilitação, não admitindo recusa de acesso – uma



vez atendidos eventuais requisitos relacionados ao controle e administração de riscos e à proteção da integridade de seus sistemas, os quais, nos termos da Instrução CVM nº 541/13, deverão ser objetivos e estar previamente publicados, inclusive no *site* da B3.

Com base nos apontamentos acima, conforme detalhados no documento previamente apresentado a V.Sas., elaboramos a tabela de comentários aos dispositivos específicos do Regulamento e do Manual de Acesso, que segue como Anexo IV à presente manifestação.

(b) Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária

Apresentamos, no Anexo V da presente manifestação, tabela detalhada contendo nossas considerações a determinados dispositivos das minutas do Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

De modo geral, observamos que as disposições de tais normativos deverão conferir um tratamento às IMF que seja isonômico àquele dispensado internamente às próprias unidades de negócio da B3, sob risco de causarem-se efeitos discriminatórios e anticoncorrenciais – os quais são vedados pela regulamentação em vigor e pelo ACC firmado perante o CADE.

É possível observar, contudo, que, em determinados aspectos, há relevante diferença de tratamento nesses normativos. A título de exemplo, destacamos os diferentes tipos de regimes estabelecidos para o recebimento das instruções de transferência de ativos para fins de liquidação de operações por uma *clearing*, no caso da B3 e no caso da IMF.

No caso da *clearing* da B3, o Manual de Procedimentos Operacionais e o Regulamento estabelecem que a depositária central poderá aceitar instruções de movimentação de ativos, para fins de liquidação de operações, que sejam enviadas diretamente pela *clearing*, com base em poderes previamente outorgados pelos agentes de custódia.

Já no caso das IMF, os normativos exigem que as instruções de transferência sejam enviadas ou confirmadas diretamente pelos agentes de custódia, não se facultando a opção de outorga de poderes de representação à *clearing* responsável pelo processo de liquidação.

Isso quer dizer, na prática, que, enquanto a *clearing* da B3 terá suas instruções de transferência de ativos imediatamente acatadas pela depositária central, as outras IMF estarão sujeitas ao chamado “duplo comando”, ou seja, para que cada instrução seja efetivada na depositária, estará condicionada à comando realizado diretamente pelo próprio agente de custódia.

Essa e qualquer outra forma de discriminação de rival contida nos normativos operacionais é inaceitável e deve ser corrigida.

1.4 Minuta de Contrato de Prestação de Serviços

Primeiramente, gostaríamos de destacar que os comentários ora apresentados pela ACS com relação à minuta de contrato de prestação de Serviços CSD não esgotam ou prejudicam os comentários previamente encaminhados à B3, no âmbito da negociação privada estabelecida entre as partes, e tampouco interferem nos trabalhos de revisão que vêm sendo desenvolvidos dentro daquele contexto.

Embora, como regra, o instrumento contratual de uma relação de prestação de serviços tenha natureza negocial privada, trata-se, no presente caso, de serviços com natureza de *essential facility* cuja contratação pela monopolista junto às IMF é obrigatória. Além disso, é preciso reconhecer que existe patente de equilíbrio de poder negocial entre as partes – já que uma detém o total e exclusivo controle sobre o fornecimento de serviços que são essenciais para a atuação em concorrência da outra, possuindo incentivos perversos e poder suficiente para dificultar o processo de negociação e manter seu próprio monopólio. Não se trata, portanto, de uma relação entre iguais.

Assim, sem prejuízo da negociação em curso, entendemos ser essencial o acompanhamento e controle do tema pelos órgãos reguladores competentes, inclusive com eventual efetiva possibilidade de intervenção, conforme necessária para fazer valer as disposições regulatórias em vigor.

De modo geral, entendemos que a minuta de contrato de prestação de serviços de CSD proposta pela B3 está inadequada e deve sofrer uma reformulação ampla e estrutural, considerando, minimamente, os seguintes aspectos:

- (a) **readequação do objeto e demais disposições relacionadas**: 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, bem como outros serviços e funcionalidades acessórios, em linha com o estabelecido no ACC firmado perante o CADE. A correta definição do escopo dos Serviços de CSD deve perpassar o contrato

Atenção: Embora, como regra, o instrumento contratual de uma relação de prestação de serviços tenha natureza negocial privada, observa-se, no presente caso, patente de equilíbrio de poder negocial entre as partes – já que uma detém o total e exclusivo controle sobre o fornecimento de serviços que são essenciais para a atuação em concorrência da outra, possuindo incentivos perversos e poder suficiente para dificultar o processo de negociação e manter seu próprio monopólio. Assim, é essencial que haja acompanhamento e controle do tema pelos órgãos reguladores competentes. De modo geral, a minuta de contrato proposta está inadequada e deve sofrer uma revisão ampla e estrutural. O **Anexo VII** contém nossas considerações específicas ao documento.

como um todo e, assim, deverá ser refletida em outras disposições, tais como obrigações e responsabilidades das partes;

- (b) **reequilíbrio entre obrigações e direitos das partes:** a minuta proposta contém enorme desequilíbrio em termos de obrigações e direitos que são atribuídos às partes;
- (c) **inclusão de níveis de serviço (SLA):** a atual minuta de contrato não estabelece quaisquer obrigações de qualidade e/ou de nível de serviço por parte da B3;
- (d) **estabelecimento expresso e específico de preço:** a minuta atual 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;
- (e) **inadmissibilidade de duplicidade na cobrança de preço:** deverá ser excluída qualquer forma de cobrança do preço que seja direcionada ao investidor final (por meio do custodiante), e não à própria IMF contratante;
- (f) **exclusão de referências genéricas aos normativos:** 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;
- (g) **exclusão de disposições arbitrárias e abusivas:** deverão ser revistas e reformuladas determinadas cláusulas que contém disposições arbitrárias e abusivas (e.g., faculdade de alteração unilateral de preço; manutenção de documentos à disposição da B3 por 10 anos ou mais, se requerido pela mesma; hipóteses de rescisão do contrato que dão margem à arbitrariedade da B3, entre outras); e
- (h) **exclusão de “autorizações regulatórias” aplicáveis às clearings:** a minuta impõe, como condição para produção de efeitos, a obtenção, pela *clearing* contratante, de mais de uma autorização regulatória de funcionamento. Atualmente, o processo de autorização regulatória de *clearings* é realizado exclusivamente pelo Bacen, não havendo, até a presente data, qualquer norma da CVM que regulamente de forma específica esse tipo de autorização.
- (i) **inclusão de multa por descumprimento pela B3:** a minuta não prevê aplicação de quaisquer penalidades em caso de descumprimento contratual pela B3. Deverá ser incluída previsão nesse sentido;
- (j) **confidencialidade:** deve haver previsões específicas de manuseio de informações sensíveis e de preservação de confidencialidade pela depositária central, inclusive com relação às demais unidades de negócio da B3, especialmente tendo-se em vista que, atualmente, não há segregação institucional, estrutural, financeira ou funcional entre as mesmas.



Considerações específicas às disposições da minuta de contrato de prestação de Serviços de CSD são apresentadas no Anexo VI da presente manifestação.



2. SERVIÇOS DE *CLEARING*

Conforme mencionado, a ACS entende que está particularmente bem posicionada para contribuir de forma relevante, na presente Consulta Pública, com relação às condições de contratação dos Serviços de CSD. Isso porque, no seu melhor conhecimento, a ACS é a única IMF atualmente interessada na contratação de tais serviços e a qual vem tentando, sem sucesso, obter acesso a tais serviços junto à B3 há anos. Por essa razão, os comentários apresentados na presente manifestação abrangem especificamente os Serviços de CSD.

Não obstante, a ACS gostaria de registrar, desde logo, seu entendimento no sentido de que não está de qualquer forma vinculada, na futura prestação de seus próprios serviços de compensação e liquidação, aos termos e condições propostos neste momento pela B3 para prestação dos Serviços de *Clearing*. Nesse sentido, a não apresentação de comentários específicos relacionados aos Serviços de *Clearing* pela ACS, nesta oportunidade, não deve ser interpretada como aceitação tácita ou qualquer outra forma de validação ou concordância com os termos e condições propostos pela B3, para fins dos serviços a serem prestados futuramente pela própria ACS.



3. MECANISMOS DE TRATAMENTO ISONÔMICO

Conforme descrito no Edital, para assegurar a qualidade da prestação dos Serviços de *Clearing* 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 suas diversas unidades de negócio, a B3 se comprometeu a contratar empresa de reputação internacional para desenvolver, em conjunto com os reguladores competentes e outras IMF que venham a ser usuárias de tais serviços, metodologia robusta para avaliar, anualmente, a qualidade da prestação de tais serviços e do tratamento conferido às IMF e a seus clientes.

Para subsidiar o desenvolvimento de tal metodologia, a B3 solicitou receber, no bojo desta Consulta Pública, comentários e sugestões acerca dos elementos a serem considerados no âmbito do desenvolvimento desse trabalho.

Preliminarmente, cumpre registrar que entendemos que as unidades de negócios de negociação, compensação e liquidação e depositária central da B3 deveriam ser desenvolvidas por pessoas jurídicas diversas, de tal modo a implementar e preservar a total segregação de atividades, de estrutura, de informações e de pessoal entre as mesmas. Tal segregação conferiria maior transparência às relações intragrupo da B3 e facilitaria o acompanhamento dos mecanismos de tratamento isonômico em relação às IMF – uma vez que esses têm como parâmetro o tratamento conferido internamente às próprias atividades da B3.

Ademais, entendemos que o referido trabalho de desenvolvimento de metodologia deverá envolver participação direta, ativa e permanente das IMF e dos reguladores, inclusive por meio de participação de reuniões e análise de documentos, não devendo tal participação esgotar-se no mero envio de comentários à presente Consulta Pública. A metodologia deverá ser desenvolvida em um prazo máximo de 6 meses, a partir da data de divulgação do relatório da presente Consulta Pública e seus resultados deverão ser submetidos, além da CVM, também ao Bacen e às IMF usuárias dos Serviços de CSD ou de *Clearing*.

Os resultados da avaliação anual, a ser realizada pela empresa de consultoria com base na metodologia acima referida, deverão ser entregues às IMF usuárias dos Serviços de CSD ou de *Clearing* e aos reguladores, até 31 de março de cada ano.

Para fins de sugestões de elementos a compor tal trabalho, entendemos que a experiência da Austrália pode ser útil e que diversos elementos poderão ser extraídos do documento denominado *Regulatory Expectations for Conduct in Operating Cash Equity Clearing and Settlement Services in Australia*²⁸. Nesse documento, as autoridades competentes estabeleceram uma série de parâmetros de conduta que seriam esperados da empresa

²⁸ Disponível em <https://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/regulatory-expectations-policy-statement/pdf/policy-statement.pdf>



monopolista ASX com relação à prestação dos serviços de *clearing* e *settlement* – inclusive com relação a tratamento isonômico e qualidade de serviços - tendo-se em vista estarem ausentes as forças disciplinadoras do mercado em que há competição.

Nesse sentido, passamos a expor, abaixo, sugestões de elementos a serem considerados no desenvolvimento de metodologia de avaliação da qualidade e de mecanismos de tratamento isonômico dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD da B3, que tomam por base direta as diretrizes contidas no documento elaborado pelas autoridades australianas, mencionado acima:

I. Participação de usuários na governança

Para assegurar o atendimento às necessidades dos usuários dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD, mecanismos formais e transparentes devem ser mantidos na estrutura de governança da B3 para dar aos usuários uma voz forte no estabelecimento de estratégias, arranjos operacionais e desenho de sistemas, de modo a fazer com que haja formas de acompanhamento, verificação e controle da conduta monopolista da B3 com relação aos Serviços de *Clearing* e aos Serviços de CSD. Como parte disso:

(a) a B3 deve investir, de forma pronta e eficiente, no desenvolvimento dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD do mercado brasileiro, com o apoio de processos de governança que permitam a contribuição dos usuários. Os investimentos devem assegurar que, na medida do razoavelmente praticável, o desempenho, resiliência, segurança e funcionalidade da infraestrutura essencial dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD atendam às necessidades dos usuários, reconhecendo as diversas e diferentes necessidades dos mesmos. No mínimo, a infraestrutura essencial dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD deve acomodar procedimentos e padrões de comunicação aceitos internacionalmente;

(b) a B3 deve assegurar que a composição da sua estrutura de governança de usuários seja representativa da base de usuários dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD, e que os membros sejam capazes de dar *inputs* fortes à pauta e ao formato de reuniões ou de outros mecanismos de governança e ao estabelecimento de prioridades;

(c) a B3 deve demonstrar que considerou as opiniões dos usuários no estabelecimento de termos de referência para auditorias externas de suas estruturas de governança, precificação e acesso a serem realizadas de acordo com os presentes parâmetros;

(d) a B3 deve manter estruturas públicas e regulares de verificação e controle da efetividade das suas interações com os usuários, tais como:

(i) os mecanismos de governança de usuários da B3 devem operar na base do “pratique ou explique”, isso é, o órgão competente toma ações de acordo com as



recomendações dos mecanismos de governança de usuários ou, então, explicaria porque tais ações não foram tomadas;

(ii) a B3 deve reportar, no mínimo, com frequência anual, o desenvolvimento dos serviços e projetos de investimento e como levou em consideração as opiniões dos usuários.

(e) a B3 deve estabelecer estruturas de governança e linhas de reporte, no nível da administração e no nível operacional, que promovam acesso aos seus Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD em termos comerciais, transparentes e não-discriminatórios. Esses arranjos devem garantir que os interesses dos usuários sejam apoiados de acordo com os parâmetros descritos no item III, abaixo. Isso pode ser demonstrado, por exemplo, por meio de indicadores-chave de desempenho estabelecidos para os administradores competentes.

II. Precificação dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD em bases justas, transparentes e não-discriminatórias

A B3 deve se comprometer publicamente com um nível mínimo adequado de transparência de precificação para a gama de Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD prestados. A precificação desses serviços não deve discriminar em favor de entidades afiliadas ou das unidades de negócios da B3.

Exceto nas situações em que o preço seja anticompetitivo ou dê origem a problemas de estabilidade financeira ou de funcionamento de mercado, as tarifas cobradas pela B3 devem ser vistas como uma questão comercial entre a B3 e seus clientes. No entanto, para garantir que as tarifas cobradas pela B3 para os seus Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD sejam justas, transparentes e não-discriminatórias:

(a) a B3 deve assegurar que todos os preços dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD, individualmente desagregados (*unbundled*), incluindo estruturas de rebates, compartilhamento de receitas e descontos para o uso desses serviços:

(i) sejam transparentes a todos os usuários dos serviços;

(ii) não discriminem em favor das entidades afiliadas ou das unidades de negócios da B3.

(iii) sejam divulgados a *stakeholders* de forma tal que o impacto das alterações de preço possa ser prontamente entendido;

(b) a B3 deve manter um método apropriado para determinar os preços dos seus Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD de modo a gerar receitas esperadas que reflitam os custos eficientes para fornecer tais serviços, incluindo retorno sobre investimento proporcional aos riscos comerciais envolvidos;



(c) a B3 não deve realizar qualquer alteração aos preços dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD que seja implementada de forma a alterar materialmente o fluxo de receitas entre os serviços nos níveis de negociação, *clearing* e *settlement*;

(d) a B3 deve publicar qualquer aumento nas tarifas dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD junto com uma declaração justificando sua razoabilidade. Espera-se que essa declaração faça referência a métricas e outras evidências, tais como o retorno sobre capital calculado, lista de *benchmarks* de preços, ou outra análise independente de como os preços dos Serviços de *Clearing* e dos Serviços de CSD da B3 se comparam com aqueles de outros mercados.

(e) a B3 deve manter um modelo apropriado para alocação interna de custos, incluindo custo de capital alocado, bem como políticas que regulem a transferência de preços entre as entidades e/ou unidades de negócio do seu grupo;

(f) a B3 deve negociar comercialmente e com boa-fé com operadores de mercados não afiliados e infraestruturas de mercado com relação às tarifas e outras contribuições financeiras cobradas por qualquer extensão aos seus Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD.

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

Sem prejuízo das recomendações que passaremos a expor abaixo, e do trabalho de avaliação que será desenvolvido pela empresa de consultoria, entendemos que deve ser mantido o firme, sério e constante acompanhamento das condições de acesso e do tratamento conferido pela B3 às IMF, pela CVM, inclusive com aplicação de penalidades, quando aplicável. A ausência de adequado rigor no acompanhamento do cumprimento de obrigações pela B3 e de penalização por seu descumprimento faz com que o trabalho de avaliação proposto na presente Consulta Pública tenha seus efeitos substancialmente mitigados.

A B3 deve facilitar o acesso aos seus Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD em termos comerciais, transparentes e não-discriminatórios. Termos não-discriminatórios, nesse contexto, são termos que não discriminem em favor de entidades afiliadas ou unidades de negócios da B3. Como parte disso:

(a) a B3 deve ter objetivos para os Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD que incluam um compromisso explícito, público e abrangente de apoio ao acesso a tais serviços em termos comerciais, transparentes e não-discriminatórios. A B3 deve manter termos e condições de uso que sejam consistentes com esses objetivos, levando em consideração os interesses comerciais legítimos da B3 e de qualquer parte que busque acesso aos seus Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD;



(b) os contratos de nível de serviço devem obrigar a B3 a fornecer acesso aos Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD para infraestruturas de mercado não afiliadas, em termos operacionais e comerciais e com níveis de serviço que sejam equivalentes àqueles aplicados às próprias unidades de negócios da B3;

(c) a B3 deve publicar e aderir a protocolos para lidar com os pedidos de acesso de forma justa e tempestiva. Esses protocolos devem incluir prazos razoáveis para responder a perguntas e arranjos para lidar com controvérsias;

(d) a B3 deve assegurar que quaisquer investimentos nos seus sistemas e tecnologia que suportam os Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD não criem barreiras ao acesso para infraestruturas de mercado não afiliadas, nem vantagens competitivas para a própria B3. Os anúncios de qualquer investimento material nos sistemas e tecnologia que suportam os Serviços de *Clearing* e Serviços de CSD devem ser acompanhados de declaração pública de que tais investimentos serão desenhados de tal maneira a não criar tais barreiras.

(e) a B3 deve manter e periodicamente rever seus padrões para lidar com informações sensíveis ou confidenciais. Tais arranjos devem assegurar que informações sensíveis relativas a planos estratégicos de infraestruturas de mercado não afiliadas sejam manuseadas de forma sensível e confidencial, e que não possam ser usadas para promover os interesses da B3 como infraestrutura de mercado.



Anexo I

Documento com comentários da ACS sobre forma de cobrança e isonomia dos Serviços de CSD, juntado aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em 16 de março de 2017

- CONFIDENCIAL -

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2017

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI

Rua Cincinato Braga, 340

São Paulo – SP

At.: Sr. Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediário

Ref.: **Central Depositária - Cobrança por Serviço de Transferência de Titularidade**

Prezado Sr. Francisco Bastos,

Em atenção à solicitação feita por V.Sa., apresentamos, por meio do presente, comentários à forma de cobrança pelo serviço de transferência de titularidade de ativos que será contratado pela Americas Clearing System S.A. (“ACS”) da BM&FBovespa.

I. Justificativa para cobrança pela BM&FBovespa em face da ACS, e não de comitentes

1. Conforme discutido em reunião, a ACS entende que toda cobrança feita pela central depositária da BM&FBovespa relacionada ao serviço de transferência de titularidade de ativos, prestado para fins da liquidação *delivery versus payment* administrada pela ACS, deve ser dirigida a esta e não, como proposto pela BM&FBovespa, diretamente aos comitentes (por meio dos respectivos agentes de custódia).

2. Primeiramente, é de se notar que a contratante do referido serviço de transferência é a própria ACS, uma vez que tal serviço representa a ponta física da liquidação *delivery versus payment* realizada pela ACS em favor de seus clientes. Dessa forma, por razões lógicas, qualquer cobrança deveria ser direcionada à ACS. Para além de tal fato, a ACS entende que a prestação do serviço de transferência de titularidade de ativos pela BM&FBovespa à ACS deve obedecer ao princípio da isonomia, sendo vedada, nesse contexto, qualquer prática discriminatória do rival.

3. Nesse sentido, a prestação do serviço de transferência de titularidade de ativos pela depositária central da BM&FBovespa, para fins do processo de liquidação administrado pela ACS, deve seguir os mesmos procedimentos operacionais e de cobrança atualmente adotados por suas próprias *clearings*.

4. Qualquer forma de distinção de tratamento poderá implicar ônus aos intermediários e/ou aos clientes finais e prejudicar a possibilidade de entrada e a atuação concorrencial da ACS. Além disso, a cobrança direta dos investidores (por meio dos respectivos agentes de custódia) – tal como veio a propor a BM&FBovespa - possibilitaria alterações unilaterais e abusivas de preço pela mesma, impactando de forma direta as condições de concorrência da ACS.

5. *Atuais Procedimentos Operacionais da BM&FBovespa*

5.1 Para se compreender o sistema de cobrança atualmente adotado pela BM&FBovespa, é necessário esclarecer a natureza do serviço que pretende ser contratado pela ACS: o serviço de transferência de titularidade de ativos para fins de liquidação *delivery versus payment* a ser administrada pela ACS.

5.2. Conforme explicado a V.Sa., a ACS é uma empresa que pretende atuar como câmara de compensação e liquidação de valores mobiliários, a ser devidamente autorizada pelo Bacen nos termos da regulamentação aplicável. Sistemas de compensação e liquidação, no Brasil, devem operar de acordo com o princípio da entrega contra pagamento, o chamado *delivery versus payment* ou DvP (vide Resolução CMN 2.882/01, art. 3, IV).

5.3 De acordo com o princípio do DvP, a transferência dos ativos negociados em mercados organizados de valores mobiliários e o respectivo pagamento de referidas transações devem ser mutuamente condicionados, de forma a evitar o risco de principal. Conforme destaca o *Bank for International Settlements*, em documento publicado pelo Banco Central do Brasil¹:

“De longe, os maiores riscos financeiros na compensação e liquidação de títulos ocorrem durante o processo de liquidação, isto é, o processo por meio do qual a transação é completada pela transferência definitiva (incondicional) dos títulos do vendedor para o comprador (entrega) e a transferência definitiva de fundos do comprador para o vendedor (pagamento). Em alguns mercados, não há mecanismo que assegure que a entrega ocorra se, e somente se, o pagamento ocorrer. Sem tal mecanismo (entrega contra pagamento), as contrapartes se expõem ao risco de principal, isto é, o risco de que o vendedor de um título possa entregá-lo mas não receber o pagamento, ou de que o comprador possa efetuar o pagamento mas não receber o título.”

5.4 No contexto acima, o serviço de transferência de titularidade de ativos prestado pela central depositária representa a ponta física da liquidação DvP, sendo esta última uma atividade de maior abrangência, complexidade e risco, atribuída à câmara de compensação e liquidação de valores mobiliários.

5.5 Hoje, para fins da realização da liquidação *delivery versus payment* administrado pelas suas próprias *clearings*, a BM&FBovespa adota uma estrutura de contas de liquidação. Trata-se de contas abertas em seu nome, respectivamente, no STR (Sistema de Transferência de Reservas) e na depositária central onde estejam depositados os ativos a serem transferidos.

¹ <https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/DvP-port.pdf>

5.6 Após realizar a compensação das posições de compra e venda dos investidores², a *clearing* operacionaliza a liquidação das operações, por meio de instruções emitidas pela *clearing* para o STR e para a depositária. Com base na instrução enviada à depositária central, operacionaliza-se a transferência de ativos (a chamada “*securities leg*” da operação de liquidação) e, com base na instrução enviada ao STR, operacionaliza-se a transferência de recursos (o chamado “*cash leg*” da operação de liquidação). Ao final de tais transferências, alcança-se o *delivery versus payment*.

5.7 Nesse sentido, conforme descrito no Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações):

79 Para executar as atividades relacionadas à Liquidação de Operações, a Câmara manterá Contas de Liquidação no STR e no seu Serviço de Depositária, podendo ainda manter Contas de Liquidação em outras depositárias.

79.1 A Câmara manterá Conta de Liquidação no STR, para efetuar a transferência de recursos financeiros referente à Liquidação de Operações realizadas nos Ambientes de Negociação, assegurando a Liquidação definitiva em reservas bancárias.

79.2 A Câmara manterá Conta de Liquidação de Ativos, no seu Serviço de Depositária e em outras depositárias para efetuar a transferência de Ativos referentes à Liquidação de Operações realizadas nos Ambientes de Negociação.

80 As Contas de Liquidação no STR, no seu Serviço de Depositária e em outras depositárias destinam-se a viabilizar a coordenação, pela Câmara, da Entrega contra Pagamento simultânea e irrevogável, incondicional e definitiva.

5.8 O serviço que a ACS pretende contratar da BM&FBovespa consiste especificamente na perna física de transferência de ativos na depositária, para fins de completar a liquidação DvP que será por si coordenada. Trata-se, portanto, do atendimento à instrução de movimentação de ativos que será recebida a cada liquidação de operação pela ACS.

5.9 A Instrução CVM 541/13 não especifica, de forma detalhada, como a prestação de tal serviço de transferência de titularidade para fins de liquidação de operações por sistemas de compensação e liquidação deve ocorrer. A norma prevê, contudo, que:

*Art. 34 § 2º O depositário central deve desenvolver mecanismos de troca de informações com os sistemas de compensação e liquidação **aos quais preste serviços**, a fim de permitir o envio de todas as informações necessárias para a correta liquidação das operações, para a realização dos bloqueios eventualmente cabíveis **e para o recebimento, em tempo hábil, das instruções de movimentação.***

² “A Liquidação das Operações pela Câmara, como Contraparte Central e Câmara de Liquidação Diferida Líquida, deve ser precedida de Compensação multilateral de direitos e obrigações relativas às Operações aceitas” (item 76 do Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (Câmara de Ações)).

5.10 Para prestação de tal serviço à ACS, a BM&FBovespa propôs que ela adotasse a mesma estrutura de contas de liquidação atualmente adotada por suas *clearings*. Assim, a ACS manteria uma conta de liquidação na depositária da BM&FBovespa, por meio da qual, sob autorização dos agentes de custódia, enviaria as instruções de transferência para fins da entrega de ativos, e uma conta no STR (esta obrigatória), por meio da qual enviaria as instruções de transferência para fins de pagamento.

5.11 Portanto, embora, nos termos propostos pela BM&FBovespa, para fins da prestação do serviço de transferência de ativos, seja necessária a abertura de uma conta de liquidação, esta não representa, em si, qualquer serviço propriamente prestado à ACS. O serviço a ser contratado pela ACS é o de transferência de titularidade de ativos para fins da liquidação DvP por si administrada.

5.12 A criação da mencionada conta de liquidação, assim como a configuração dos sistemas da central depositária para viabilizar as funcionalidades relativas à referida conta, correspondem a exigências básicas de adequação à Instrução CVM 541/13, e constituem pré-condições para a prestação de serviços de transferência de ativos a outras *clearings*, estes pelos quais a central depositária será devidamente remunerada. Em outras palavras, as providências internas relativas a *set-up* e manutenção da conta de liquidação são necessárias para qualificar a central depositária da BM&FBovespa a prestar o serviço requerido pela ACS, e não representam qualquer serviço em si, pelo qual caiba remuneração.

6. Atuais Procedimentos de Cobrança da BM&FBovespa

6.1 Atualmente, para fins dos negócios realizados no mercado de bolsa administrado pela BM&FBovespa, incidem exclusivamente dois tipos de tarifas: **(a)** uma tarifa referente aos serviços de negociação (a “taxa de negociação”) e a **(b)** uma tarifa referente aos serviços de compensação e liquidação (a “taxa de liquidação”)³. Conforme explicação fornecida pela própria BM&FBovespa, em diversas oportunidades, o custo relacionado à transferência de ativos em sua depositária central, no âmbito da liquidação DvP realizada por suas *clearings*, estaria embutido na taxa de liquidação. Não haveria, portanto, qualquer tarifa independente exclusivamente relacionada a esse tipo de serviço.

6.2 De um lado, parece-nos evidente que os serviços de transferência de ativos prestados pela central depositária em favor das *clearings* deveriam ser separadamente cobrados das últimas e que, não o sendo – possivelmente em razão da inserção dessas duas infraestruturas de mercado na mesma entidade legal da BM&FBovespa – a exigida segregação das atividades correspondentes fica em certa medida comprometida. De fato, a transferência de ativos pela central depositária nem mesmo consta individualmente da relação de serviços prestados pela BM&FBovespa em seu *website*⁴ e demais documentos públicos.

6.3 De outro lado, entendemos coerente que, no fluxo financeiro das *clearings*, o custo da transferência de ativos na depositária central, como uma das pontas da liquidação DvP, seja embutido na taxa de liquidação cobrada pelas *clearings*, uma vez que a liquidação configura o serviço contratado pelo investidor, envolvendo tanto o *securities leg*, quanto o *cash leg*. Em outras palavras, eventuais custos com a transferência de recursos e de ativos devem ser abrangidos pela tarifa de liquidação, justamente porque compõem esse serviço.

³ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/tarifas-de-aco-es-e-fundos-de-investimento/a-vista/

⁴ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/#item-6

6.4 A referida taxa de liquidação é cobrada dos participantes da *clearing*, i.e., os membros de compensação, e incide a cada ciclo de liquidação. Os membros de compensação, por sua vez, repassam esse custo aos respectivos clientes finais, também no ciclo de liquidação.

6.5 Portanto, a ACS entende que a BM&FBovespa deverá **(a)** precificar o serviço de transferência de ativos para fins de liquidação DvP administrado por sistema de compensação e liquidação, observando o disposto na Instrução CVM 541/13, e **(b)** cobrar o preço por tal serviço diretamente da ACS, que é a entidade contratante, de forma a manter a isonomia com os procedimentos adotados por suas próprias *clearings*.

6.6 Nesses termos, tal como ocorre hoje no âmbito da própria BM&FBovespa, o custo com tal serviço integrará a taxa de liquidação a ser cobrada pela ACS de seus participantes, membros de liquidação, que repassarão tal custo aos investidores finais. Nada impedirá, evidentemente, a fim de dotar o mercado de práticas mais transparentes do que as atuais, que a ACS indique claramente em suas cobranças por serviços de liquidação a parcela atribuída ao serviço de transferência de ativos, prestado à ACS pela central depositária da BM&FBovespa.

II. Observações ao argumento de que (i) os clientes já possuem a custódia de suas ações na depositária da BM&FBovespa e, portanto, já pagam mensalmente taxa de custódia a ela, bem como que (ii) os intermediários, com quem os clientes se relacionam, enviarão uma única fatura consolidada e discriminada para os seus clientes.

7. Pressupomos que as alegações acima estejam relacionadas à intenção da BM&FBovespa de cobrar o preço pelo serviço de transferência a ser prestado à ACS, juntamente com a taxa de custódia que é cobrada mensalmente dos agentes de custódia. Tal intenção nos foi informada no dia 20 de janeiro, por meio de correspondência encaminhada pela BM&FBovespa.

8. Como V.Sa. pode observar, com base na explanação acima, o procedimento proposto pela BM&FBovespa para cobrança de preço pelo serviço a ser prestado à ACS não corresponde à forma de cobrança hoje realizada pela BM&FBovespa para fins dos seus próprios serviços de liquidação, tornando inconvincente qualquer argumento de que o procedimento proposto seria mais adequado e eficiente. Nesse contexto, a ACS entende que a forma de cobrança proposta é não isonômica e configuraria tratamento discriminatório do rival.

9. Conforme mencionado, de acordo com a alegação da própria BM&FBovespa, o custo relacionado a essa transferência de ativos em sua depositária central está, atualmente, embutido na chamada taxa de liquidação – que é a taxa cobrada dentro do ciclo de liquidação pela *clearing*, dos membros de compensação, pelos serviços de compensação e liquidação. Portanto, nenhuma taxa pela transferência de ativos no contexto da liquidação DvP realizada pelas *clearings* da BM&FBovespa é cobrada dos agentes de custódia dos respectivos investidores.

10. Tal constatação é coerente uma vez que a transferência de titularidade integra o serviço de liquidação DvP prestado pela *clearing* ao investidor. Assim, a cobrança deve ser feita pela *clearing* – prestadora do serviço de liquidação – do investidor, por meio do membro de compensação (que é o participante autorizado na câmara de compensação e liquidação).

11. Portanto, os agentes de custódia não recebem qualquer tipo de cobrança relativa à transferência de ativos, para operações realizadas e liquidadas nos mercados administrados pela BM&FBovespa. Assim, a imposição de tal procedimento diferenciado para a ACS configuraria tratamento discriminatório do rival, sem que haja qualquer justificativa razoável do ponto de vista jurídico ou operacional – pelo contrário, como se explicará mais adiante, o principal efeito (e, portanto, a provável razão) para a BM&FBovespa da imposição desse procedimento diferenciado à ACS seria a possibilidade de alterar unilateralmente e arbitrariamente tais tarifas no futuro.

12. É de se notar, ademais, que a taxa de custódia não tem qualquer relação com a transferência de titularidade no âmbito do serviço de liquidação prestado pelas *clearings* da BM&FBovespa, e que será prestado pela ACS aos investidores. Trata-se de taxa cobrada exclusivamente pela manutenção da custódia dos ativos pela depositária central e que é cobrada mensalmente sobre o volume financeiro depositado.

13. Como já se explicou acima, o serviço a ser prestado pela BM&FBovespa à ACS tem natureza diversa. Trata-se da transferência de titularidade de ativo em decorrência de instrução da ACS, no âmbito do processo de liquidação DvP por si administrado.

14. A correlação do serviço de transferência com outros serviços prestados pela depositária ao investidor final, para fins de justificar o tratamento discriminatório à ACS, carece de qualquer sentido. Tais serviços (a saber, manutenção de conta de custódia; transferência livre de pagamento, fora de qualquer DvP; taxa de emissão e resgate de cotas; taxa de manutenção de Depositary Receipts; taxa de evento corporativo; voto a distância; ônus e gravames; e emissão de certidões⁵) têm natureza diversa e são remunerados de acordo com as respectivas características.

15. *Ausência de isonomia, tratamento discriminatório de rival e abuso de poder econômico*

15.1 A ACS entende que não há qualquer justificativa razoável para que a BM&FBovespa estabeleça procedimento diferenciado de cobrança pelo serviço de transferência de ativos para operações realizadas em seu mercado.

15.2 É de se notar que a imposição de tal forma de cobrança poderá representar ônus de adaptação para os agentes de custódia e para os investidores, em prejuízo da ACS. De fato, ao alterar-se a atual lógica de cobrança da taxa de liquidação (englobando o custo do serviço de transferência de ativos) em face dos agentes de compensação, ao final do ciclo de liquidação (i.e., D+3 para ações), pela cobrança dos serviços de transferência em face dos investidores, por meio dos agentes de custódia, esta última cobrança se realizaria mensalmente, com base em cálculo diário, e se descolaria das datas de pagamento da taxa de liquidação.

15.3 Como decorrência do sistema de cobrança acima, investidores que, por meio dos seus agentes de custódia, pretendam liquidar suas operações no ambiente da ACS seriam forçados a abandonar o atual padrão operacional de arcar com os seus custos de transação uma única vez, ao final do ciclo de liquidação, para terem que arcar com determinados custos de transferência de ativos em outro momento, a fim de cada mês. Evidentemente, tal lógica de cobrança seria desvantajosa à realização de pós-negociação junto à ACS, e representaria prática discriminatória do rival.

⁵ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/tarifas/#item-6

15.4 Para além das dificuldades operacionais do sistema proposto pela BM&FBovespa, é de se notar que a forma de cobrança direta dos investidores, por meio de seus agentes de custódia, possibilitaria à BM&FBovespa aumentar unilateral e arbitrariamente o preço de tal serviço no futuro, impactando diretamente as condições de concorrência da ACS.

15.5 Ao tentar caracterizar, de forma equivocada, o serviço de transferência de ativos para fins de liquidação DvP administrado por sistema de compensação e liquidação como um serviço a ser prestado diretamente ao investidor final e não à *clearing* responsável pelos serviços de liquidação, a BM&F tem por intenção excluí-lo do âmbito de contratação junto à ACS – restringindo a prestação do serviço à mera abertura e manutenção da conta de liquidação.

15.6 Dessa forma, seria oferecida a injustificável oportunidade para a BM&FBovespa de unilateralmente alterar preços cobráveis diretamente do investidor, sem que seja necessário negociá-los bilateralmente com a ACS, na qualidade de tomadora dos serviços, e, com isso, aumentando-se o custo total de operação de clientes junto à ATS Brasil S.A. (“ATS”) e ACS, e comprimindo-se margens do rival em favor da monopolista. Tal cenário, ainda, dificultaria que o entrante atue no mercado de modo a exercer pressão competitiva, o que seria viável apenas com a prática de preços menores do que os atuais.

15.7 Não por outro motivo, a minuta de contrato de prestação de serviço que integra o Ofício Circular apresentado pela BM&FBovespa a essa D. CVM sequer faz menção ao serviço de transferência e às respectivas tarifas que pretendem ser estabelecidas pela BM&FBovespa nesse contexto. Tal como informado à BM&FBovespa, a ACS entende que o documento proposto seria inaceitável uma vez que não reflete a natureza do serviço que se pretende contratar, além de conter patente desequilíbrio entre direitos e obrigações das partes.

Agradecemos desde já a atenção dispensada e colocamo-nos à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

Americas Clearing System S.A.



Anexo II

Estudo de *benchmark* internacional de preço realizado pela Oxera Consulting LLP, de 5 de março de 2017

Benchmarking da tarifa de transferência de valores mobiliários proposta pela BM&FBovespa

Nota preparada para a ACS

5 de março de 2017

Estritamente confidencial

1 Introdução

Como nova entrante na prestação de serviços de compensação e liquidação no Brasil, a Americas Clearing System (ACS), provedora de *clearing* para as operações da Americas Trading System Brasil (ATS Brasil), precisa de acesso ao serviço de transferência de valores mobiliários da BM&FBovespa (BVMF) para concluir a liquidação de negócios submetidos à compensação por seus clientes.

A ACS contratou a Oxera para realizar um estudo internacional de *benchmarking* para embasar a avaliação, pelas autoridades relevantes no Brasil, das tarifas que a BVMF propôs cobrar da ACS. Os resultados desta análise estão apresentados nesta nota.

Os principais pontos de nossa análise de *benchmarking* estão resumidos no Quadro 1.1.

A Oxera Consulting LLP é uma sociedade em comandita simples registrada na Inglaterra e no País de Gales sob o nº OC392464, com sede em: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford, OX1 1JD, Reino Unido. O escritório de Bruxelas, operando como Oxera Brussels, está registrado na Bélgica como SETR Oxera Consulting LLP sob o nº 0651 990 151, com endereço em: Avenue Louise 81, Box 11, 1050, Bruxelas, Bélgica. A Oxera Consulting GmbH está registrada na Alemanha sob o nº HRB 148781 B (Tribunal de Primeira Instância de Charlottenburg), com sede em: Rahel-Hirsch-Straße 10, Berlim 10557, Alemanha.

Embora tenham sido envidados todos os esforços para garantir a precisão do material e a integridade da análise aqui apresentada, a Oxera não assume nenhuma responsabilidade por quaisquer ações praticadas com base em seu conteúdo.

Nenhuma entidade da Oxera está autorizada ou é regulamentada pela Financial Conduct Authority ou pela Prudential Regulation Authority. Qualquer pessoa que considere um investimento específico deve consultar sua própria corretora ou outro consultor de investimento. A Oxera não assume nenhuma responsabilidade por qualquer decisão de investimento específica, que deve ser tomada por risco do próprio investidor.

© Oxera 2017. Todos os direitos reservados. Exceto a citação de breves trechos para fins de crítica ou resenha, nenhuma parte poderá ser utilizada ou reproduzida sem permissão.

Quadro 1.1 – Resumo dos principais pontos

Serviço objeto do *benchmarking*

O objeto da análise de *benchmarking* é o serviço ao qual a ACS precisa ter acesso, isto é, a transferência de valores mobiliários entre contas de uma CSD (Central Depositária de Títulos) para concluir um negócio centralmente compensado. Portanto, as tarifas de entidades comparáveis usadas pela Oxera são aquelas incluídas nas tabelas de tarifas da CSD que mais correspondem àquele serviço específico.

Amostra de entidades comparáveis

A amostra de entidades comparáveis da Oxera inclui várias CSDs de acordo com seu nível de integração vertical, porte e outras características, tais como contas de investidores finais. O foco são os centros financeiros nos quais a concorrência foi introduzida (note-se que a inclusão de centros financeiros nos quais a concorrência não foi introduzida (por exemplo, África do Sul, Hong Kong e Rússia) não alteraria significativamente as conclusões da análise da Oxera).

Mensuração da tarifa

A análise de *benchmarking* da Oxera baseia-se em duas medidas: tarifa por operação e tarifa por valor de liquidação (tarifa em “bp”, *pontos-base*). A primeira indica o nível da tarifa, ao passo que a segunda indica o impacto da tarifa para o investidor. Em alguns centros financeiros (por exemplo, Áustria, França e Noruega), embora a tarifa por operação seja relativamente elevada, o impacto para o investidor não é maior do que em outros centros financeiros.

Fonte: Oxera.

2 Abordagem da Oxera

Serviços sujeitos a *benchmarking*

O foco desta análise de *benchmarking* é a atividade operacional específica à qual a ACS precisa ter acesso e pela qual foi proposta uma tarifa. Em especial, é a transferência de valores mobiliários entre contas em uma Central Depositária (CSD) para concluir um negócio centralmente compensado a ser liquidado pela ACS (ou seja, é a troca de titularidade de ações necessária para concluir o processo de Entrega contra Pagamento (EcP, ou DvP em inglês) conduzido pela ACS). Estimamos as receitas totais de tarifas que a BVMF geraria ao prestar esse serviço e as comparamos às receitas totais de tarifas que várias CSDs em outros centros financeiros geram a partir da prestação de um serviço similar.

Essa abordagem é diferente de uma análise de “perfil de usuário”. Esse tipo de análise normalmente é realizado para avaliar os custos de todo o sistema até o investidor final e, portanto, capta as atividades de várias partes na cadeia de valor, em vez dos custos de uma atividade individual específica.¹

Note-se que, nos centros financeiros levados em consideração, a tarifa de liquidação poderá abranger não apenas a transferência do valor mobiliário, mas também a liquidação financeira. Portanto, essas tarifas podem superestimar as tarifas da amostra de comparação para o serviço de transferência de valores mobiliários.

Amostra de entidades comparáveis

Incluimos vários centros financeiros: centros financeiros com CSDs que provavelmente possuem tarifas que refletem seus custos (por exemplo, a Depository Trust Company (DTC) nos EUA, de propriedade de usuários, e a

¹ Para obter um exemplo de análise de perfil de usuário, consulte Oxera (2014), “*Benchmarking do custo global dos serviços de compensação e liquidação de ações*”, elaborado para a ASX Clear Pty Ltd. e a ASX Settlement Pty Ltd.

TARGET2-Securities (T2S), desenvolvida pelo Banco Central Europeu); centros financeiros nos quais a concorrência foi introduzida no nível da negociação e/ou compensação (ou seja, onde diferentes partes têm acesso à CSD); pequenos e grandes centros financeiros; e centros financeiros com e sem sistemas de contas de investidores finais.

O foco é em centros financeiros onde foi introduzida a concorrência no nível de negociação e/ou compensação. Como a BVMF está verticalmente integrada (a bolsa de valores, a CCP (câmara de compensação e liquidação) e a CSD são de propriedade da mesma companhia) e a concorrência ainda não foi introduzida, surgiria um problema de circularidade se fossem comparadas as tarifas da BVMF com as de centros financeiros onde também não há concorrência em nível de negociação ou compensação. Esses centros financeiros incluem Rússia, Hong Kong, Cingapura e África do Sul. As tarifas do(s) prestador(es) nesses centros financeiros não foram testadas em uma situação de acesso por outros prestadores e podem ser altas o suficiente para causar distorções ou evitar a concorrência no mercado de serviços de compensação e negociação (além disso, os prestadores em alguns desses centros financeiros não cobram tarifas distintas por serviços de compensação e liquidação). De fato, estudos anteriores de *benchmarking* da Oxera indicaram que as tarifas em alguns desses centros financeiros são relativamente altas.² Entretanto, é importante destacar que a inclusão de centros financeiros nos quais a concorrência não foi introduzida não alteraria significativamente as conclusões da análise da Oxera³.

No grupo de centros financeiros onde a concorrência foi introduzida, ainda há também uma ampla gama que varia de prestadores que foram submetidos ao escrutínio dos reguladores (como a ASX na Austrália)⁴ a CSDs que não foram submetidas a investigações regulatórias para avaliar o nível das tarifas. Esse segundo grupo inclui as CSDs de propriedade da bolsa de valores, e esses prestadores poderão ter um incentivo para estabelecer uma estrutura de tarifas na qual uma proporção maior dos custos é recuperada na prestação de serviços em que há menos concorrência (por exemplo, o serviço de liquidação oferecido pela CSD) que os serviços que enfrentam concorrência de prestadores independentes (negociação e compensação). Essas informações precisam ser consideradas ao tirar conclusões com base na análise de *benchmarking*.

² O estudo de 2012 da Oxera para a Comissão de Valores Mobiliários, com base em uma análise de perfil de usuário, indicou que as tarifas de pós-negociação estavam entre as mais altas em Cingapura, por exemplo. Oxera (2012), "Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil?", relatório preparado para a Comissão de Valores Mobiliários, junho, <http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/reports/Report-1-Brazil.pdf>.

³ A HKSCC, a CSD de Hong Kong, cobra uma tarifa de liquidação para ações negociadas em bolsa de 0,2bp sobre o valor da negociação. A tarifa é cobrada de cada uma das partes da negociação, resultando em uma tarifa total de 0,4bp. Note-se que a HKSCC não cobra uma tarifa de compensação separada para negócios de câmbio, portanto, é possível que a companhia recupere uma parte de seus custos de compensação através da tarifa de liquidação. Também é possível recuperar os custos de compensação através da tarifa de negociação. A CDP, a CSD de Cingapura, cobra uma tarifa de compensação, mas não cobra uma tarifa de liquidação diferenciada. A *Strate*, a CSD da África do Sul, cobra uma tarifa de liquidação *on-market* de ZAR 13,10 (R\$3,4) por operação, que é aplicada duas vezes (uma para cada parte da negociação). O resultado é uma tarifa de R\$6,8 por negociação, e de 0,27bp em relação à média do valor de liquidação de R\$250.636. A NSD, a CSD da Rússia, cobra uma tarifa de transferência de valores mobiliários compensados pela CCP no valor de RUB 80 (R\$5,3) por operação, com o respectivo desconto com base no número de operações por mês. Esta tarifa principal resulta em uma tarifa de R\$10,5 por negociação (cobrada de cada uma das partes) e de 0,05bp em relação à média do valor de liquidação (R\$ 2.125.566).

⁴ Para obter uma visão geral da abordagem regulatória na Austrália, consulte a Secretaria do Tesouro da Comunidade da Austrália (2016), "Turnbull Government continues policy of open competition in clearing and settlement of shares", comunicado à imprensa, outubro, <http://sjm.ministers.treasury.gov.au/media-release/110-2016/>

Mensuração da tarifa

Nossa análise apresenta o *benchmarking* em termos de tarifas por negócio liquidado e tarifas em pontos-base (100 bp = 1%) por valor de liquidação.⁵ A tarifa por negócio liquidado fornece uma indicação apenas do nível da tarifa, ao passo que os custos para o investidor final são determinados não apenas pelo nível, mas também pelo número de vezes que a tarifa é paga por certo valor de negociação. Uma tarifa relativamente alta por liquidação pode ter um pequeno impacto sobre os investidores finais se, por exemplo, o valor médio de uma liquidação na CSD for relativamente alto (por exemplo, devido a um grande tamanho médio dos negócios e/ou alto poder de compensação). Caso o impacto da tarifa sobre os investidores finais seja pequeno, então o impacto sobre o novo entrante e seu efeito de distorção sobre a concorrência no mercado para serviços de negociação e compensação também poderão ser mais limitados.

As fontes de dados incluem as tabelas de tarifas das respectivas CSDs, do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e da Associação Europeia de CSDs (ECSDA). Deve-se observar que utilizamos as tabelas de tarifas das respectivas CSDs. Apesar de as CCPs também poderem incluir tarifas de liquidação em suas tabelas de tarifas, essas tarifas abrangerão não apenas as tarifas cobradas pela CSD da CCP, mas também os custos incorridos pela própria CCP com relação à liquidação, ao passo que as tabelas de tarifas publicadas pela CSD contêm as tarifas de liquidação cobradas dos investidores (ou seja, comprador e vendedor) e da CCP. Seria incorreto utilizar a tarifa de liquidação da tabela de tarifas da CCP, pois essa tarifa geralmente é maior que a tarifa de liquidação da CSD devido a quaisquer custos internos de liquidação incorridos pela CCP.

Esta nota também apresenta uma análise de sensibilidade para entender o quanto as conclusões podem estar sujeitas às premissas feitas.

3 Proposta de tarifas da BVMF

Atualmente, a BVMF cobra uma tarifa agregada para a compensação e liquidação de operações. Geralmente, ela é de 2,75 bp do valor da operação, porém, para fundos e clubes de investimento, a tarifa é 2 bp. Os *day traders* também podem se qualificar para descontos por volume.

Para o serviço específico de transferência de valores mobiliários relativa aos negócios compensados e liquidados pela ACS [REDACTED]

- O modelo A tem como base uma tarifa cobrada da ACS de 0,7950 bp do valor liquidado, com um desconto por volume aplicável com base no valor diário médio das operações, e uma tarifa cobrada dos investidores em cada ponta, dependendo do tipo de investidor: 0,67 bp para clubes e fundos de investimento e 0,92 bp para outros investidores.

⁵ Uma análise da tarifa por valor médio de liquidação não deve ser confundida com uma análise de perfil de usuário do ponto de vista do investidor final, conforme assumido em estudos anteriores da Oxera. Nesses estudos, o foco foi a avaliação dos custos de todo o sistema para o investidor final (e, portanto, eles captaram as atividades de várias partes na cadeia de valor), em vez dos custos de uma atividade individual específica.

[REDACTED]

Essa análise de *benchmarking* foca na proposta de tarifas do Modelo C por ser essa a última proposta da BVMF. Para a tarifa a ser paga por clientes da ACS, consideramos uma média ponderada da tarifa cobrada de clubes e fundos de investimento (0,67 bp) e da tarifa cobrada de outros investidores (0,92 bp), que resulta em uma tarifa de 0,86 bp. A ponderação tem como base a participação média dos clubes e fundos de investimento no valor total negociado em bolsa, que foi de aproximadamente 25% em 2016.⁷

[REDACTED]

As Tabelas 3.1-3.3 demonstram como a tarifa da BVMF por negócio liquidado é calculada com base nas tarifas propostas. A Tabela 3.1 apresenta o primeiro componente da tarifa: a tarifa devida pela ACS

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

⁷ Consulte ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, acessado em 14 de fevereiro de 2017.

[REDACTED]

⁹ As evidências da Austrália, na qual a Chi-X Australia entrou no mercado e começou a concorrer com a incumbente ASX em outubro de 2011, mostra que a nova participante ganhou uma participação de mercado de aproximadamente 20% ao longo do período após a entrada. Um componente significativo da negociação em bolsa da Chi-X é atribuível a seu *dark trading* (ou seja, execução de ordens que não foram apresentadas antes da execução), que a Oxera entende que a ATS não planeja desenvolver no momento. O regulamento no Brasil não permite *dark trading*. Consulte ASX (2015), "Australian Cash Market Report: week of 06 April 2015 to 10 April 2015", http://www.asx.com.au/documents/trading_services/20150413_ACMR.pdf

A Tabela 3.2 apresenta o segundo componente da tarifa: a tarifa devida pelos investidores tanto do lado da compra como da venda. Para calcular a tarifa, pressupomos que o valor médio de um negócio liquidado na ACS será o mesmo que o valor médio atual de uma liquidação na BVMF. Entendemos também que as operações de *day trade* representam aproximadamente 46,5% do valor atual negociado no mercado e não exigiriam serviços de liquidação e, assim, as excluimos da análise.¹⁰

Tabela 3.2 Tarifa da BVMF por negócio liquidado devida pelos investidores

Tarifa cobrada do investidor	A	0,86 bp
Operações de <i>day trade</i> como percentual do valor negociado	B	46,5%
Valor anual negociado	C	R\$1.651 bilhões
Quantidade de instruções de liquidação de ações	D	18 milhões
Valor médio por liquidação	$E = C*(1-B)/D$	R\$49.096
Tarifa por negócio liquidado devida pelos investidores	$F = A*2*E$	R\$8,4

Obs.: O valor anual de negociação tem como base as informações do relatório anual de 2015 da BVMF. A quantidade de instruções de liquidação em ações tem como base os dados do BIS.

Fonte: Relatório anual de 2015 da BVMF, BIS e cálculos da Oxera.

Conforme apresentado na Tabela 3.3, com base na proposta da BVMF, estimamos que o total de tarifas a serem pagas à BVMF pela transferência dos valores mobiliários relacionados a cada negócio liquidado pela ACS será de [REDACTED] por negócio liquidado, com base em uma participação de mercado da ATS de 5% [REDACTED]. Isso leva em conta as tarifas cobradas dos dois investidores (comprador e vendedor) mais as tarifas cobradas da ACS. Para converter essas tarifas em uma tarifa em pontos-base, dividimos a tarifa por negócio liquidado pelo valor médio de liquidação de R\$49.096. Isso resulta em uma tarifa de [REDACTED] (supondo uma participação de mercado de 20%) [REDACTED] (supondo uma participação de mercado de 5%).

[REDACTED]

[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

No Anexo A1, apresentamos os cálculos das tarifas da BVMF utilizando dados da BVMF e informações publicamente disponíveis sobre os números operacionais de 2016 da BVMF. Em especial, atualizamos o percentual de *day trades*, que está ligeiramente menor em 2016, 44% em comparação a 46,5%, e

¹⁰ Com base em informações fornecidas pela ACS.

a quantidade de instruções de liquidação, que está ligeiramente mais alta, 23.900 em comparação a 17.992, com base nos números dos próprios cálculos da BVMF.¹¹ Também atualizamos o valor anual negociado utilizando os números operacionais da Bovespa de R\$1.768 em 2016, em comparação a R\$1.651.¹² Como um todo, o impacto de utilizar esses números é uma diminuição de menos de [REDACTED] na tarifa total paga à BVMF para cada negócio liquidado, ou seja, de [REDACTED] para [REDACTED] com base em uma participação de mercado da ATS de 5%, e de [REDACTED] para [REDACTED] supondo uma participação de mercado de 20%. Contudo, em pontos-base, a tarifa ainda está em cerca de [REDACTED] com base em uma participação de mercado de 5% [REDACTED] com base em uma participação de mercado de 20%). Isso ocorre porque o maior componente da tarifa total é a tarifa do investidor, que é uma tarifa em pontos-base (0,86 bp) e, assim, não é afetada pelos número e valor das liquidações diferentes utilizados no cálculo da tarifa por negócio liquidado.¹³

4 Tarifas cobradas por entidades comparáveis

Para comparar as tarifas propostas da BVMF, consideramos as tarifas cobradas por várias CSDs internacionais comparáveis.

4.1 Seleção de entidades comparáveis

A análise tem como base o seguinte conjunto de comparáveis: ASX Settlement (Austrália), CDS (Canadá), Clearstream (Alemanha), DTC (EUA), Euroclear France,¹⁴ Euroclear Sweden (Suécia), Euroclear UK (Reino Unido), Iberclear (Espanha), Interbolsa (Portugal), Monte Titoli (Itália), NSDL (Índia), OeKB (Áustria), SIX SIS (Suíça), VPS (Noruega) e VP Securities (Dinamarca).

As entidades comparáveis foram escolhidas com base em características essenciais:

- **tamanho do mercado:** as entidades comparáveis representam mercados de diferentes tamanhos, em termos de quantidade de instruções de liquidação, conforme consta na Figura 4.1 a seguir, para controle do possível efeito das economias de escala;
- **contas de investidores finais:** como a BVMF possui contas de investidores finais, entre as entidades comparáveis incluímos CSDs que também possuem contas de investidores finais (VP Securities na Dinamarca, VPS na Noruega, Euroclear Sweden e NSDL na Índia);
- **nível de integração vertical e grau de concorrência:** as entidades comparáveis incluem centros financeiros com diferentes graus de integração vertical. Conforme explicado na seção 1, não incluímos centros financeiros nos quais a concorrência não foi introduzida. Além da BVMF, consideramos outras CSDs que fazem parte de um prestador verticalmente integrado, porém consideramos também CSDs independentes. De todas as entidades comparáveis, as que não são verticalmente integradas são a Euroclear, a NSDL, a OeKB e a VP Securities (consulte a Tabela 4.1 abaixo).¹⁵

¹¹ [REDACTED]

¹² Consulte ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, acessado em 14 de fevereiro de 2017.

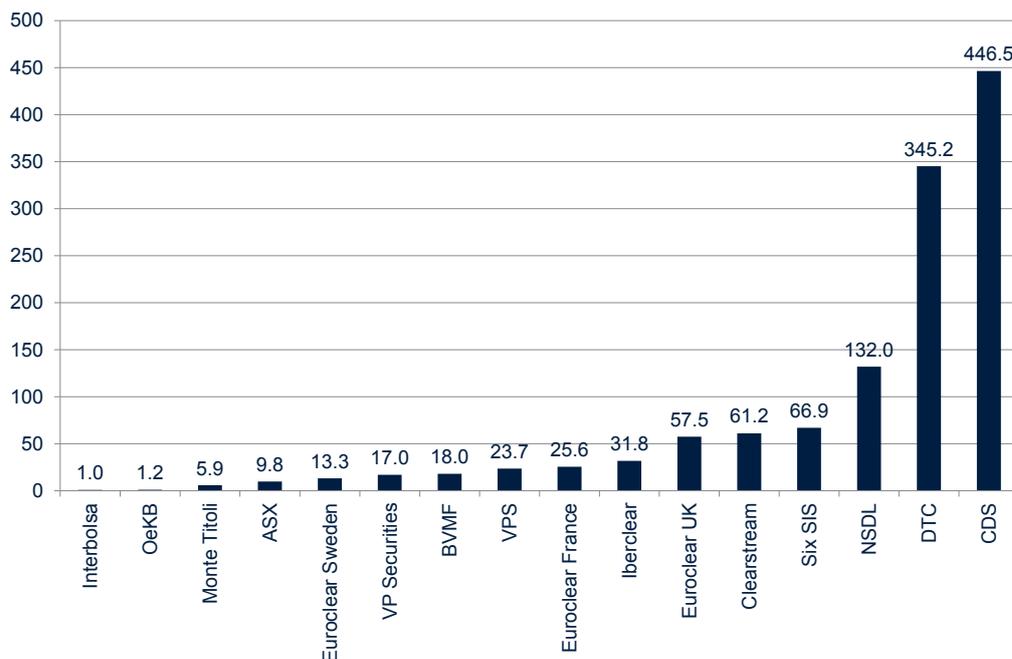
¹³ Para obter mais detalhes, consulte o Anexo A1.1.

¹⁴ Observe que a tabela de tarifas da Euroclear é uniforme nos mercados francês, holandês e belga.

¹⁵ A Bolsa de Valores Nacional da Índia detém 25% das ações da NSDL e, portanto, não é considerada verticalmente integrada à NSDL.

A Figura 4.1 apresenta a quantidade de instruções de liquidação processadas pelas CSDs comparáveis. Ela mostra como, entre as entidades comparáveis, há CSDs de diferentes tamanhos – incluindo a ASX (Austrália), que processa um número consideravelmente menor de liquidações que a BVMF, bem como a VP Securities (Dinamarca) e Euroclear Suécia, com volumes semelhantes; e a NSDL na Índia, a DTC nos EUA e a CDS no Canadá, que liquidam muito mais operações.

Figura 4.1 Quantidade de instruções de liquidação de todos os valores mobiliários (milhões)



Obs.: As informações da Iberclear, Interbolsa, OeKB, VPS e VP Securities têm como base o número de entregas divulgado pela ECSDA. As informações das outras entidades comparáveis e da BVMF têm como base a quantidade de instruções de entrega divulgada pelo BIS. As estatísticas da ECSDA e do BIS sobre o número de entregas são compatíveis, conforme mostrado pelos números da Euroclear UK e da Clearstream divulgados pelas duas fontes, que são muito semelhantes. Os dados de 2015 foram utilizados para todas as CSDs.

Fonte: Oxera.

A Tabela 4.1 resume as principais características das entidades comparáveis, identificando o tipo de contas, o nível de integração vertical e a concorrência no nível de negociação e/ou compensação.

Tabela 4.1 Visão geral das entidades comparáveis

	Contas de investidores finais	Nível de integração vertical	Concorrência no nível de negociação ou compensação
ASX (Austrália)	Não	T – C – S	T
CDS (Canadá)	Não	T – C – S	T
Clearstream (Alemanha)	Não	T – C – S	T, C
DTC (EUA)	Não	C – S	T
Euroclear France	Não	Não integrada	T, C
Euroclear Sweden	Sim	Não integrada	T, C
Euroclear UK	Disponíveis, porém não utilizadas normalmente	Não integrada	T, C
Iberclear (Espanha)	Não	T – C – S	T, C
Interbolsa (Portugal)	Não	T – S	T, C
Monte Titoli (Itália)	Não	T – S	T, C
NSDL (Índia)	Sim	Não integrada	T, C
OeKB (Áustria)	Não	Não integrada	T, C
SIX SIS (Suíça)	Não	T – C – S	T, C
VPS (Noruega)	Sim	T – S	T, C
VP Securities (Dinamarca)	Sim	Não integrada	T, C

Obs.: T significa negociação, C significa compensação e S significa liquidação. Com relação ao nível de integração, T – C – S significa a integração entre a plataforma de negociação, o prestador de serviços de compensação e o prestador de serviços de liquidação; C – S significa a integração entre os prestadores de serviços de compensação e liquidação, porém a plataforma de negociação não faz parte dessa entidade integrada; T – S significa a integração entre a plataforma de negociação e o prestador de serviços de liquidação, porém o prestador de serviços de compensação não faz parte dessa entidade integrada. Com base em Oxera (2014), “Benchmarking do custo global dos serviços de compensação e liquidação de ações”, p. 14, e em informações de contas anuais, do BIS e da ECSDA.

Fonte: Oxera.

4.2 Metodologia de quantificação das tarifas de liquidação das entidades comparáveis

Com relação ao grupo de entidades comparáveis, identificamos a tarifa que elas cobram para a liquidação de negócios compensados (por CCPs) utilizando as tabelas de tarifas das CSDs como fonte. Conforme explicado acima, consideramos dois parâmetros para comparação das tarifas – tarifa por negócio liquidado e tarifa por valor médio de liquidação.

4.2.1 Tarifa por negócio liquidado

Para quantificar as tarifas totais de liquidação cobradas pela CSD em cada negócio liquidado, em geral, aplicamos a tarifa do “investidor” duas vezes para refletir o fato de que as tarifas normalmente são cobradas do comprador e do vendedor dos valores mobiliários. A exceção é a Índia, onde a CSD cobra uma tarifa de liquidação apenas do comprador e não do vendedor.

Onde a CSD cobra da CCP assim como do investidor / membro de compensação, essas tarifas também são consideradas. A Oxera entende que esse é o caso dos mercados europeus considerados – a saber, Áustria, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Noruega, Portugal, Suécia, Suíça e Reino

Unido. Nos EUA, a DTC cobra duas tarifas do comprador e do vendedor (ou seja, em vez de cobrar da CCP por duas instruções de liquidação). Por esse motivo, para a Clearstream, DTC, Euroclear, Iberclear, Interbolsa, Monte Titoli, OeKB, SIX SIS, VP Securities e VPS, a tarifa de liquidação é aplicada quatro vezes, no total.¹⁶ Na Austrália e no Canadá, a CCP não é cobrada separadamente e, portanto, as tarifas de liquidação nesses mercados são aplicadas apenas duas vezes (uma vez ao vendedor e uma vez ao comprador, conforme explicado acima).¹⁷

Onde há descontos por volume (na Clearstream, Euroclear France, Euroclear UK, Euroclear Sweden¹⁸ e VP Securities), consideramos a média dessas tarifas. No Anexo A1, mostramos a sensibilidade das estimativas das tarifas, caso os menores e maiores valores dos respectivos intervalos de tarifas sejam utilizados em vez da tarifa média. Isso mostra que os resultados do *benchmarking* não são sensíveis a essas premissas.

Incluimos também as tarifas cobradas para liquidação por meio da T2S. A T2S é uma infraestrutura que permite liquidação internacional na Europa e é operada pelo Banco Central Europeu. O nível de tarifas da T2S é estabelecido com base no princípio de recuperação integral de custos sem aplicar qualquer margem de lucro.¹⁹

Para uma entrega contra liquidação, a T2S cobra uma tarifa de €0,15 em ambos os lados da liquidação. Considerando que a tarifa da T2S não inclui uma margem de lucro, é provável que ela subestime os custos de um operador privado, porém ela indica a escala dos custos operacionais para liquidação.

4.2.2 Tarifa por valor médio de liquidação

Para obter a tarifa por valor médio de liquidação utilizamos a tarifa (em moeda local) por negócio liquidado dividida pelo valor médio de liquidação.

Para calcular os valores médios de liquidação para as CSDs comparáveis, utilizamos os dados sobre o valor e o número de liquidações em ações do BIS e da ECSDA (apresentados na Figura 4.2 abaixo).²⁰ Para a BVMF, utilizamos o valor médio de liquidação implícito apresentado na Tabela 3.3 (ou seja, com base no valor negociado divulgado nas contas anuais de 2015 da BVMF menos a proporção de *day trades* dividido pela quantidade de instruções de liquidação de ações do BIS).

¹⁶ A DTC cobra uma tarifa diferente pela entrega ao CNS (US\$0,090) e pelo recebimento do CNS (US\$0,035). Ao apresentar os resultados, consideramos uma média das duas tarifas e a aplicamos quatro vezes (o que é equivalente a considerar a soma das duas tarifas cobradas de cada lado e aplicá-la duas vezes).

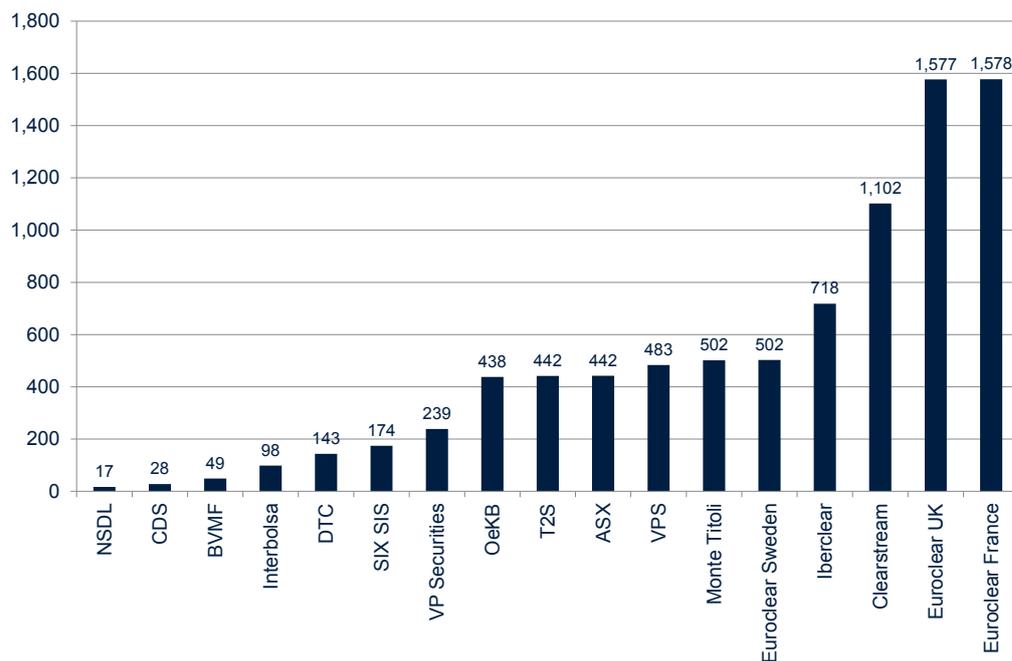
¹⁷ Aplicar as tarifas de liquidação quatro vezes na Austrália e no Canadá, como na Europa, não alteraria as conclusões feitas sobre as tarifas da BVMF, pois as tarifas de liquidação na ASX na Austrália e na CDS no Canadá são muitas vezes menores que as na BVMF.

¹⁸ A Euroclear Suécia possui diferentes tarifas de entrega e recebimento e, nesses casos, utilizamos uma média que reflete o fato de que, na análise, consideramos os dois lados da operação.

¹⁹ A T2S é desenvolvida em benefício de todos os participantes e da Europa em geral, e não haverá margem de lucro. A Eurosystem está comprometida em recuperar todos os custos de desenvolvimento e operacionais da T2S por meio das tarifas cobradas das CSDs. A recuperação integral de custos é um dos Princípios Gerais da T2S, conforme definido no Documento de Requisitos do Usuário, https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/urm_version_5.pdf?d02a15cfc8d28891cd95717c8147e4d4.

²⁰ Como os dados da DTC, da Interbolsa e da VP Securities não estão disponíveis para ações apenas, reduzimos o valor médio de liquidação em cerca de 80%, que reflete a proporção do valor de uma liquidação que não de ações em relação ao valor médio da liquidação de valores mobiliários para as outras entidades comparáveis às quais a divisão está disponível. Para a Iberclear, OeKB e SIX SIS, para as quais os dados sobre liquidação de ações também não estão disponíveis, calculamos a proporção do valor da negociação de ações em relação ao valor da negociação de valores mobiliários (ou seja, ações e títulos) na BME Spanish Exchanges, Wiener Börse e SIX Swiss Exchange com base nos dados da Federação Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges). Aplicamos essas proporções para ajustar o respectivo valor médio geral de uma liquidação para essas três entidades comparáveis.

Figura 4.2 Valor médio de uma liquidação de ações (R\$ milhares)



Obs.: Para a Iberclear, Interbolsa, OeKB, VPS e VP Securities, o valor médio de liquidação tem como base dados da ECSDA referentes a 2015, já que os dados do BIS não estão disponíveis. Para todas as outras CSDs comparáveis, o valor médio de liquidação tem como base dados do BIS referentes a 2015. Para a T2S, o valor tem como base dados de 2016.

Fonte: Oxera utilizando dados das contas anuais do BIS, da ECSDA e da BVMF.

4.2.3 Resumo das tarifas

A Tabela 4.2 apresenta a tarifa por negócio liquidado e a tarifa por valor médio de liquidação nas CSDs comparáveis e na T2S. As tarifas foram convertidas em Reais (R\$) utilizando a taxa de câmbio média de 2004-2016, que incorpora a volatilidade do R\$. No Anexo A1, mostramos as estimativas de tarifas utilizando diferentes taxas de câmbio.

Tabela 4.2 Tarifas por negócio liquidado e por valor médio de liquidação

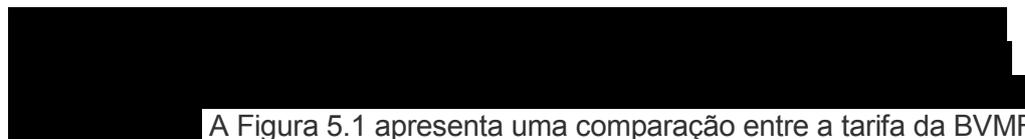
	Moeda	Tarifa por instrução de liquidação (moeda local)	Taxa de câmbio para R\$	Multiplicador	Valor médio de liquidação (moeda local, milhares)	Tarifa por negócio liquidado (R\$)	Tarifa por valor de liquidação (bp)
		A	B	C	D	E = A*B*C	F = A*C/D
ASX	AUD	0.30	1,92	2	231	1,15	0,03
CDS	CAD	0.03 ¹	2,02	2	14	0,12	0,04
Clearstream	€	0.38 ²	2,93	4	376	4,48	0,04
DTC	US\$	0.06	2,26	4	63	0,57	0,04
Euroclear France	€	0.78	2,93	4	538	9,10	0,06
Euroclear Sweden	SEK	1.35 ³	0,32	4	1.593	1,70	0,03
Euroclear UK	£	0.28	3,74	4	421	4,17	0,03
Iberclear	€	0.50	2,93	4	245	5,86	0,08
Interbolsa	€	0.11	2,93	4	34	1,34	0,14
Monte Titoli	€	0.35 ⁴	2,93	4	171	4,04	0,08
NSDL	INR	1.00	0,04	1	374	0,04	0,03
OeKB	€	0.90	2,93	4	149	10,55	0,24
SIX SIS	CHF	0.65	2,15	4	81	5,59	0,32
T2S	€	0.15	2,93	2	151	0,88	0,06
VPS	NOK	5.00 ⁵	0,36	4	1.356	7,13	0,15
VP Securities	DKK	1.50	0,39	4	607	2,36	0,10

Obs.: As tarifas têm como base as informações das tabelas de tarifas das respectivas CSDs. O valor médio de liquidação tem como base dados das contas anuais do BIS, da ECSDA, do Banco Central Europeu (ECB) e da BVMF. As tarifas são convertidas em R\$ utilizando a taxa de câmbio média de 2004-2016 (fonte: Datastream).

¹ A CDS cobra uma tarifa mais alta por uma liquidação em tempo real. A Oxera foi informada de que a maioria das liquidações na CDS passam pelo sistema de liquidação de lotes e, portanto, utilizamos a tarifa de CAD0,03 aplicável a esse tipo de liquidação. Se fosse usada, em vez disso, a tarifa de liquidação em tempo real, a tarifa por negócio liquidado seria de R\$0,9. ² A tarifa da Clearstream tem como base a liquidação física, todos os custos de comunicação e os componentes da taxa de liquidação referentes à contribuição para o custo de investimento da T2S. A tarifa para a liquidação financeira (€0,150) não é aplicada porque não está relacionada a um serviço que a ACS demanda da BVMF. ³ Com base na média da tarifa de SEK1 por depósito/saque e SEK1,7 por recebimentos/entregas registrados antes da 0h00. A Euroclear Suécia cobra uma tarifa mais alta de SEK5 (depósito/saque)/SEK5,10 (recebimentos/entregas) de liquidações registradas após a 0h00. Se, em vez disso, essas tarifas fossem aplicadas, a tarifa de liquidação por negócio liquidado seria de R\$8,2. ⁴ A tarifa da Monte Titoli tem como base a tarifa média por um participante direto e indireto. ⁵ A tarifa da VPS tem como base a média da tarifa por operação compensada entre a empresa de investimento e uma CCP (NOK6) e a tarifa de operações com investidores (NOK4), já que entendemos que qualquer uma das duas tarifas pode ser aplicável, dependendo do tipo de liquidação.

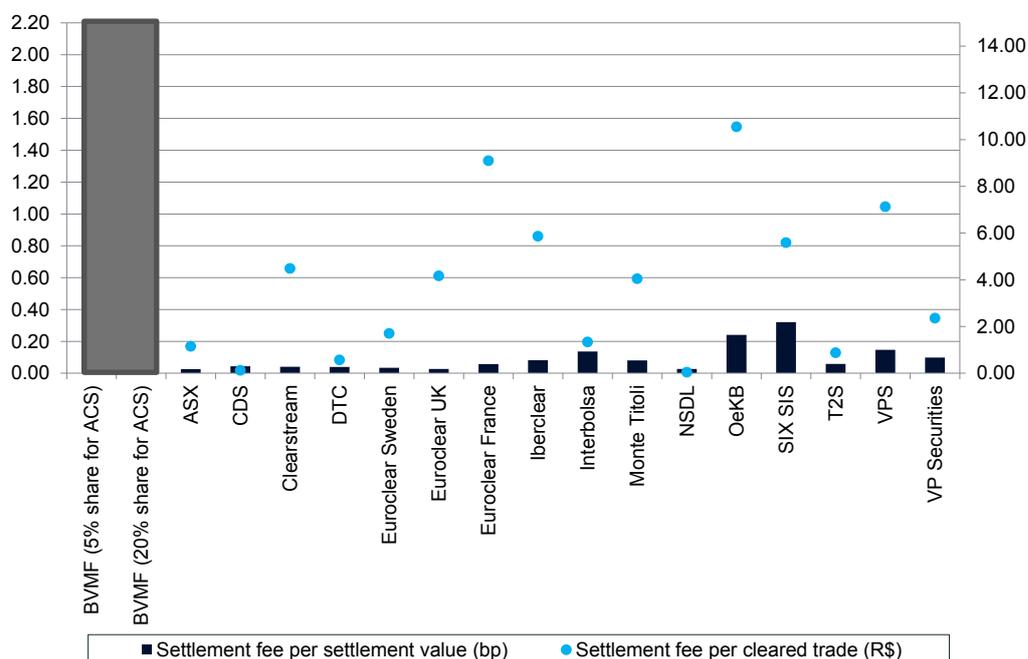
Fonte: Oxera

5 Conclusões: comparação das tarifas de CSDs comparáveis com as tarifas propostas pela BVMF



A Figura 5.1 apresenta uma comparação entre a tarifa da BVMF nos cenários de participação de mercado de 5% e 20% e as tarifas cobradas pelas outras CSDs na amostra.

Figura 5.1 Tarifas por valor médio de liquidação em bp (eixo esquerdo) e tarifas por negócio liquidado em R\$ (eixo direito)



Legenda:

Settlement fee per cleared trade (R\$) = Tarifa por negócio liquidado (R\$)

Settlement fee per settlement value (bp) = Tarifa por valor médio de liquidação (bp)

Fonte: Oxera

Ao comparar as tarifas da BVMF com as cobradas pelas CSDs em outros centros financeiros, podem ser feitas as observações a seguir.

- As tarifas propostas pela BVMF (mensuradas em termos de tarifa por negócio liquidado e tarifa em pontos-base) são altas em comparação às de outros centros financeiros.
- O fato de a tarifa em pontos-base da BVMF (██████████) ser maior que as de todos os outros centros financeiros resulta de dois fatores. Primeiro, a tarifa por negócio liquidado da BVMF (██████████) é alta em comparação às tarifas na maioria dos outros centros financeiros. Segundo, o valor médio de liquidação no Brasil é relativamente pequeno em comparação a outros centros financeiros, conforme demonstrado na Figura 4.2 – em outras palavras, a tarifa de liquidação da BVMF é mais frequentemente incorrida por investidores por um determinado valor financeiro negociado.

- Em vários centros financeiros, as tarifas por negócio liquidado são menores que cerca de R\$3 por negócio liquidado. Isso inclui as CSDs que operam em uma escala menor que a BVMF, em termos de quantidade de instruções de liquidação, como a Euroclear Sweden, VP Securities (Dinamarca) e ASX (Austrália). As tarifas na Austrália são um *benchmark* útil, considerando os recentes desenvolvimentos regulatórios, que submetem ao escrutínio o nível de tarifas no país.²¹ A R\$1,15 por negócio liquidado, as tarifas de liquidação na ASX são substancialmente menores que aquelas propostas pela BVMF. Há entidades comparáveis com tarifas de liquidação ainda menores, como nos EUA (R\$0,6), Índia (R\$0,04) e Canadá (R\$0,12).
- Na Alemanha e no Reino Unido, as tarifas por negócio liquidado são maiores que em outros centros financeiros: cerca de R\$4-R\$4,5 por negócio liquidado. Contudo, com relação ao valor liquidado, as tarifas nesses centros financeiros estão no início do intervalo. A tarifa em pontos-base para a Clearstream (0,04 bp) é semelhante às tarifas em pontos-base em outros centros financeiros, como na Austrália (0,03 bp). A tarifa por valor liquidado relativamente baixa pode explicar os motivos pelos quais, em centros financeiros como Reino Unido e Alemanha, as tarifas de liquidação por negócio liquidado relativamente altas não impediram a introdução de concorrência em nível de negociação e compensação.
- Conforme explicado, o valor médio de liquidação no Brasil é menor que na maioria dos outros centros financeiros (cerca de R\$49.000). Curiosamente, apesar de os valores de liquidação em alguns outros centros financeiros também serem baixos (por exemplo, cerca de R\$28.000 no Canadá e de R\$17.000 na Índia, menores que na BVMF), isso não resulta em uma tarifa em pontos-base alta (as tarifas no Canadá são 0,04 bp e as tarifas na Índia são 0,03 bp), devido a tarifas por negócio liquidado comparativamente baixas nesses centros financeiros.
- Apesar de a tarifa por negócio liquidado variar significativamente entre os mercados selecionados (de R\$0,04 na NSDL a R\$10,6 na OeKB), o impacto sobre os investidores, analisado em termos de tarifa em pontos-base, é de menos de 0,40 bp para todas as entidades comparáveis, ao passo que a tarifa proposta pela BVMF excede esse nível. A tarifa é menor que 0,15 bp em todos os centros financeiros, exceto na Áustria (onde a tarifa é 0,24 bp) e na Suíça (0,32 bp).
- A análise de sensibilidade no Anexo A1 mostra que esses resultados de maneira geral não mudariam se fossem utilizadas diferentes taxas de câmbio.

²¹ A Chi-X Austrália lançou uma plataforma de negociação para competir com a bolsa de valores incumbente (ASX) em novembro de 2011. Chi-X Austrália (2012), "*Chi-X Australia marks first year of operations*", comunicado à imprensa, 1º de novembro, <http://au.chi-x.com/Portals/8/Press%20Releases/Chi-X%20Australia%201st%20year%20of%20Operation.pdf> acessado em 30 de janeiro de 2017. Para obter uma visão geral da abordagem regulatória na Austrália, consulte a Secretaria do Tesouro da Comunidade da Austrália (2016), "*Turnbull Government continues policy of open competition in clearing and settlement of shares*", comunicado à imprensa, outubro, <http://sjm.ministers.treasury.gov.au/media-release/110-2016/>.

A1 Análise de sensibilidade

A1.1 Sensibilidade das tarifas da BVMF

As tabelas abaixo mostram o cálculo da tarifa da BVMF utilizando os parâmetros de volume da carta da BVMF e os números operacionais de 2016 da companhia, em comparação aos dados do relatório anual de 2015 e do BIS, utilizados na principal análise na seção 3. Em especial, atualizamos o percentual de *day trades* (linha B da Tabela A1.1) e a quantidade de instruções de liquidação (linha C e linha D da Tabela A1.2) utilizando os próprios cálculos da BVMF incluídos na carta.²² Atualizamos também o valor anual negociado (linha C da Tabela A1.2) utilizando os números operacionais da BVMF.²³

The table is almost entirely obscured by black redaction boxes. Only a few small black boxes are visible, likely representing data points or column headers. The table structure is not discernible.

²² [Redacted]

²³ Consulte ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, acessado em 14 de fevereiro de 2017.

A análise atualizada estima as tarifas totais pagas à BMVF por negócio liquidado em [REDACTED], com base em uma participação de mercado de 5% da ATS (e [REDACTED], supondo uma participação de mercado de 20%), conforme ilustrado na Tabela A1.3 abaixo. A tarifa em pontos-base permanece em um nível semelhante às tarifas apresentadas na seção 3, em [REDACTED], em um cenário de participação de mercado de 5%, e [REDACTED], em um cenário de participação de mercado de 20%.

[REDACTED]

[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

[REDACTED]

A1.2 Sensibilidades das tarifas das entidades comparáveis ao desconto por volume aplicado

A Clearstream, Euroclear França, Euroclear UK, Interbolsa e VP Securities aplicam descontos por volume a parte ou ao total da tarifa de liquidação que cobram. A Tabela A1.4 mostra a sensibilidade da tarifa por negócio liquidado para essas entidades comparáveis caso, em vez do desconto por volume médio que fornece a estimativa central, os menores e maiores valores do intervalo de desconto por volume sejam aplicados.

Tabela A1.4 Tarifa por negócio liquidado em termos de sensibilidade ao desconto por volume

	Tarifa por negócio liquidado (R\$) – estimativa baixa	Tarifa por negócio liquidado (R\$) – estimativa central	Tarifa por negócio liquidado (R\$) – estimativa alta
Clearstream	4,2	4,5	4,9 ¹
Euroclear France	8,0	9,1	10,6
Euroclear UK	1,1	4,2	6,4
Interbolsa	0,6	1,3	2,3
VP Securities	1,6	2,4	3,1

Obs.: As tarifas têm como base as informações das tabelas de tarifas das respectivas CSDs. As tarifas são convertidas em R\$ utilizando a taxa de câmbio média de 2004-2016 da Datastream.

¹ Para a Clearstream, com relação ao cenário de estimativa alta, em vez de considerar o menor desconto por volume, não aplicamos nenhum desconto por volume.

Fonte: Oxera

Conforme demonstrado na tabela, há uma variação na tarifa por negócio liquidado dependendo da tarifa de tabela utilizada, porém, mesmo no cenário de tarifas altas, as tarifas são menores que a tarifa da BVMF, exceto da Euroclear France, que possui uma tarifa maior nos cenários central e alto, porém uma tarifa menor no cenário baixo.

A1.3 Sensibilidades das tarifas das entidades comparáveis à taxa de câmbio

Na análise principal, utilizamos as taxas de câmbio diárias médias de 2004 a 2016 para converter as tarifas das entidades comparáveis para R\$, o que engloba o período logo após a desvalorização de 2002 até atualmente. Isso coincide com o período no qual o R\$ começa a recuperar seus níveis, desde a desvalorização de 2015. A Figura A1.1 apresenta a flutuação na taxa de câmbio US\$-R\$ durante um período ligeiramente estendido começando em 2002.

Figura A1.1 Taxa de câmbio US\$-R\$ diária

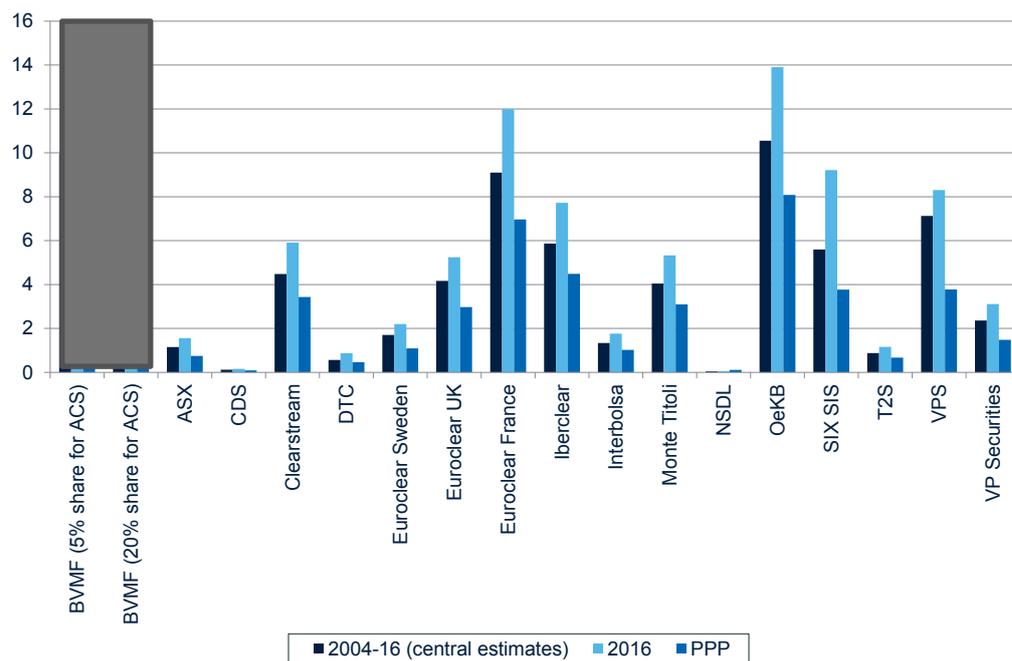


Fonte: Oxera, com dados da Datastream.

Testamos a sensibilidade dos resultados ao nível da taxa de câmbio. As sensibilidades têm como base uma taxa de câmbio média em 2016 e a taxa de Paridade do Poder de Compra (PPP) para 2015.

A Figura A1.2 abaixo apresenta a tarifa de liquidação por negócio liquidado em R\$ na principal abordagem (ou seja, estimativa central) e nos dois cenários de sensibilidade. O número demonstra que, apesar de as estimativas de tarifas serem sensíveis à taxa de câmbio utilizada, as conclusões gerais sobre a posição relativa da BVMF não são.

Figura A1.2 Sensibilidade da tarifa por negócio liquidado em R\$ à taxa de câmbio



Legenda:

Central estimates = Estimativas centrais

Fonte: Oxera

Sobre a Oxera

A Oxera oferece assessoria a empresas, órgãos reguladores e advogados em qualquer assunto econômico relacionado a concorrência, finanças ou regulamentação. Estamos no mercado há mais de três décadas, acumulando conhecimento profundo e abrangente conforme expandimos para novos setores. Temos uma reputação de credibilidade e integridade entre nossos clientes e os principais tomadores de decisão, como órgãos reguladores e tribunais. Com escritórios em Berlim, Bruxelas, Londres e Oxford, estamos aptos a assessorar nossos clientes internacionais de forma altamente flexível, incluindo pela prestação de serviços em vários idiomas.

Assessoramos participantes do mercado, fornecedores de infraestrutura e órgãos reguladores em vários assuntos relacionados ao funcionamento do mercado de capitais.

- Assessoramos órgãos reguladores e órgãos públicos, incluindo a Comissão Europeia, a *Financial Conduct Authority* (Reino Unido), o Banco Mundial, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários da Malásia.
- Trabalhamos com fornecedores de infraestrutura em vários centros financeiros, incluindo a Australian Stock Exchange (ASX), DTCC, InterContinental Exchange (ICE), NYSE Euronext, Deutsche Börse, EuroCCP, LCH.Clearnet, London Stock Exchange, FIX Protocol, Singapore Stock Exchange, Budapest Stock Exchange, Euroclear e Omgeo.

Nosso trabalho de negociação e pós-negociação

- Realizamos benchmark dos serviços de compensação e liquidação de ações da **Australian Securities Exchange** em relação a 14 concorrentes em nome da ASX.

[Consulte o relatório Oxera \(2014\), 'Avaliação comparativa de custo global dos serviços de compensação e liquidação de ações', junho.](#)

Trata-se do melhor relatório de benchmark jamais elaborado sobre serviços pós-negociação em qualquer lugar do mundo. A análise abrangente e bem apresentada ajudou a resolver várias questões complexas – o trabalho da Oxera possui credibilidade extraordinária.

Elmer Funke Kupper, ex-CEO, Australian Securities Exchange

- Fomos contratados pela **CVM no Brasil** para considerar o impacto na introdução de concorrência no mercado brasileiro de ações. O projeto envolveu a realização de benchmark de taxas de negociação e pós-negociação cobradas por fornecedores de infraestrutura em 17 centros financeiros.
[Consulte o relatório Oxera \(2012\), 'Quais seriam os custos e benefícios de mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil?', de junho.](#)
- A **Euroclear** nos contratou para analisar os custos de negociação e pós-negociação (compensação e liquidação) em vários mercados do Reino Unido.
[Consulte o relatório Custos de negociação e pós-negociação de valores mobiliários – Ações do Reino Unido', de abril.](#)

- Desenvolvemos para a **Comissão Europeia** uma metodologia para monitorar variações nos custos, preços e volume das atividades de negociação e pós-negociação ao longo do tempo, que foi aplicada em 18 centros financeiros na Europa para mensurar os custos em toda a cadeia de valor.
[Consulte o relatório Oxera \(2011\), 'Monitoramento de preços, custos e quantidades de serviços de negociação e pós-negociação', de maio.](#)
- Para a **Omgeo e a DTCC**, avaliamos os benefícios conquistados com a automação do processo de verificação de negociação e, em especial, o estabelecimento da *same-day affirmation* (SDA) como a melhor prática operacional nos mercados de ações entre gestores de investimento e corretoras/distribuidoras na Europa.
[Consulte o relatório Oxera \(2008\), 'Criando eficiências no processo de pós-negociação: Os benefícios do processo *same-day affirmation*', de junho.](#)

Outros trabalhos

A Oxera desenvolve muitos outros trabalhos relacionados à operação de mercados de capitais, entre eles.

- Assessoramos uma empresa FinTech com relação ao regime regulatório para a aplicação da tecnologia *blockchain* em serviços de pós-negociação.
- Assessoramos a Singapore Stock Exchange com relação à nova estrutura regulatória introduzida.
- Assessoramos um banco global com relação a investigações regulatórias e de concorrência envolvendo a LIBOR e em um fornecedor de infraestrutura com relação a várias fusões e aquisições.
- Para a Cidade de Londres e a London Stock Exchange, comparamos os custos de listagem e captação de recursos nos mercados de Londres com outros grandes centros financeiros.
- Trabalhamos com a Budapest Stock Exchange com relação a opções de conectividade internacional e integração, com foco nas implicações do aumento do acesso remoto e fusões explícitas ou tácitas com outras bolsas de valores da Europa.
- Para a DTCC, quantificamos os custos e os riscos de falha no tratamento de única ação societária complexa.
- Avaliamos o impacto econômico do imposto sobre operações financeiras proposto pela Comissão Europeia em nome da AFME.
- Nosso estudo para o *Department of Business, Innovation and Skills* do Reino Unido sobre negociação de alta frequência contribuirá para a elaboração de políticas na Comissão Europeia e nos Estados Unidos.

Benchmarking of BM&F Bovespa's proposed securities transfer fee

Note prepared for ACS

5 March 2017

Strictly confidential

1 Introduction

As a new entrant in the provision of clearing and settlement services in Brazil, Americas Clearing System (ACS), the clearing system for Americas Trading System Brasil (ATS Brasil), requires access to the BM&F Bovespa (BVMF) securities transfer service to settle trades cleared by its customers.

ACS has commissioned Oxera to conduct an international benchmarking study to inform the assessment by the relevant authorities in Brazil of the fees that BVMF has proposed to charge ACS. The results of this analysis are presented in this note.

The main points from our benchmarking analysis are summarised in Box 1.1.

Oxera Consulting LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales No. OC392464, registered office: Park Central, 40/41 Park End Street, Oxford, OX1 1JD, UK. The Brussels office, trading as Oxera Brussels, is registered in Belgium, SETR Oxera Consulting LLP 0651 990 151, registered office: Avenue Louise 81, Box 11, 1050 Brussels, Belgium. Oxera Consulting GmbH is registered in Germany, no. HRB 148781 B (Local Court of Charlottenburg), registered office: Rahel-Hirsch-Straße 10, Berlin 10557, Germany.

Although every effort has been made to ensure the accuracy of the material and the integrity of the analysis presented herein, Oxera accepts no liability for any actions taken on the basis of its contents.

No Oxera entity is either authorised or regulated by the Financial Conduct Authority or the Prudential Regulation Authority. Anyone considering a specific investment should consult their own broker or other investment adviser. Oxera accepts no liability for any specific investment decision, which must be at the investor's own risk.

© Oxera 2017. All rights reserved. Except for the quotation of short passages for the purposes of criticism or review, no part may be used or reproduced without permission.

Box 1.1 Summary of key points

Benchmarked service

The service which is the subject of the benchmarking analysis is the service that ACS requires access to: i.e. the transfer of securities between CSD accounts to complete a centrally cleared trade. Therefore, the comparators' fees used by Oxera are those from the CSD's fee schedules that correspond most closely to that specific service.

Comparator sample

Oxera's comparator sample includes a range of CSDs by level of vertical integration, size, and other characteristics, such as end-investor accounts. The focus is on financial centres where competition has been introduced. (It should be noted that including financial centres where competition has not been introduced (such as South Africa, Hong Kong and Russia) would not change materially the findings of Oxera's analysis).

Fee measure

Oxera's benchmarking analysis is based on two measures—fee per transaction and fee per value of settlement (bp fee). The former is indicative of the level of the fee while the latter shows the impact of the fee on the investor. In some financial centres (e.g. Austria, France, and Norway) even though the fee per transaction is relatively high, the impact on the investor is not larger than in other financial centres.

Source: Oxera.

2 Oxera's approach

Benchmarked service

The focus of this benchmarking analysis is the specific operational activity that ACS requires access to, and for which a fee has been proposed. In particular, this is the transfer of securities between accounts in a CSD to complete a centrally cleared trade to be settled by ACS (i.e. the security leg of the delivery versus payment (DVP) settlement provided by ACS). We estimate the total fee revenues that BVMF would generate from providing this service, and benchmark these against the total fee revenues that a range of CSDs in other financial centres generate from delivering a settlement service.

This approach is different from a 'user-profile' analysis. This type of analysis is typically undertaken to assess the costs of the entire system to the end-investor and therefore captures the activities of various parties in the value chain, rather than the costs of a specific individual activity.¹

We note that, in the financial centres considered, the settlement fee may cover not only the transfer of the security but also the cash settlement. These fees may therefore overestimate the comparator fees for the securities transfer service.

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.

¹ For an example of a user-profile analysis, see Oxera (2014), 'Global cost benchmarking of cash equity clearing and settlement services', prepared for ASX Clear Pty Ltd and ASX Settlement Pty Ltd.

The focus is on financial centres where competition at the level of trading and/or clearing has been introduced. Since BVMF is vertically integrated (the stock exchange, CCP and CSD are owned by the same company) and competition has not yet been introduced, a circularity problem would arise if one were to benchmark BVMF's fees against those in financial centres where there is also no competition at trading or clearing level. Such financial centres include Russia, Hong Kong, Singapore and South Africa. The fees of the provider(s) in these financial centres have not been tested in a situation of access by other providers, and may be sufficiently high as to distort or prevent competition in the market for clearing and trading services (in addition, providers in some of these financial centres do not charge distinct fees for clearing and settlement services). Indeed, previous Oxera benchmarking studies have indicated that the fees in some of these financial centres are relatively high.² However, importantly, it should be noted that including financial centres where competition has not been introduced would not change materially the findings of Oxera's analysis.³

Within the group of financial centres where competition has been introduced, there is also still a wide spectrum ranging from providers that have been subject to regulatory scrutiny (such as ASX in Australia)⁴ to CSDs that have not been subject to regulatory investigations to assess the level of fees. This second group includes CSDs that are owned by the stock exchange, and these providers may have an incentive to set a fee structure in which a larger proportion of the costs are recovered from services where there is less competition (e.g. the settlement service offered by the CSD) than from services that face competition from independent providers (trading and clearing). This needs to be taken into account when drawing conclusions based on the benchmarking analysis.

Fee measure

Our analysis presents the benchmarking in terms of fees per cleared transaction and basis-point (bp) fees per settlement value.⁵ The fee per cleared trade gives an indication only of the level of the fee, whereas the costs to the end-investor are determined not only by the level but also by the number of times the fee is paid for a certain value of trading. A relatively high fee per settlement could have a small impact on end-investors if, for example, the average value of a CSD settlement is relatively large (for example, due to a large average size of trades

² Oxera's 2012 study for the Comissão de Valores Mobiliários, based on a user-profile analysis, indicated that post-trading fees were among the highest in Singapore for example. Oxera (2012), 'What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil?', prepared for Comissão de Valores Mobiliários, June, <http://www.oxera.com/Oxera/media/Oxera/downloads/reports/Report-1-Brazil.pdf>.

³ HKSCC, the CSD in Hong Kong, charges a settlement fee for stocks traded on the exchange of 0.2bp of the value of the trade. The fee is charged to both sides of the trade which implies a total fee of 0.4bp. Note that HKSCC does not charge a separate clearing fee for exchange trades, so it is possible that the company recovers some of its clearing costs through the settlement fee. It is also possible that the costs of clearing are recovered through the trading fee. CDP, the CSD in Singapore, charges a fee for clearing but it does not charge a distinct settlement fee. Strate, the CSD in South Africa, charges a fee for on-market settlement of ZAR 13.10 (R\$3.4) per transaction, which is applied twice (once to each side of the trade). This translates into a fee of R\$6.8 per trade and 0.27bp relative to the average value of an equity settlement of R\$250,636. NSD, the CSD in Russia, charged a fee for the transfer of securities cleared and netted by the CCP of RUB 80 (R\$ 5.3) per transaction with an applicable discount based on the number of transactions per month. This headline fee translates into a fee of R\$ 10.5 per trade (the two sides of the trade are charged) and 0.05bp relative to the average value of an equity settlement (R\$ 2,125,566).

⁴ For an overview of the regulatory approach in Australia, see Treasurer of the Commonwealth of Australia (2016), 'Turnbull Government continues policy of open competition in clearing and settlement of shares', media release, October, <http://sjm.ministers.treasury.gov.au/media-release/110-2016/>.

⁵ An analysis of the fee per average settlement value should not be confused with a user-profile analysis from an end-investor perspective, as undertaken in previous Oxera studies. In these studies, the focus was on assessing the costs of the entire system to the end-investor (and they therefore captured the activities of various parties in the value chain) rather than the costs of a specific individual activity.

and/or high netting efficiency). If the impact of the fee on end-investors is small, then the impact on the new entrant and any distortionary effect on competition in the market for trading and clearing services may also be more limited.

The sources of data include the fee schedules of the relevant CSDs, the Bank for International Settlements (BIS), and the European CSD Association (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.

This note also presents a sensitivity analysis to understand the extent to which the findings may be subject to the assumptions made.

3 BVMF's fee proposal

Currently, BVMF charges a bundled fee for the clearing and settlement of transactions. Generally this is 2.75bp of the value of the transaction, but for investment funds and clubs, the fee is 2bp. Day traders can also qualify for volume discounts.

For the specific service of securities transfer for the transactions cleared and settled by ACS, [REDACTED]

- Model A is based on a fee charged to ACS of 0.7950bp of the value settled, with an applicable volume discount based on the average daily value of transactions, and a fee charged to the investors on each side depending on the type of investor: 0.67bp for investment clubs and funds, and 0.92bp for other investors.

[REDACTED]

This benchmarking analysis focuses on the fee proposal under Model C, as this is the most recent BVMF proposal. For the fee to be paid by ACS's customers, we take a weighted average of the fee charged to investment clubs and funds (0.67bp) and the fee to other investors (0.92bp), which results in a fee of 0.86bp. The weighting is based on the investment clubs and funds' average share of total value of trading, which was around 25% in 2016.⁷ [REDACTED]

⁷ See ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, accessed 14 February 2017.

[REDACTED]

Tables 3.1–3.3 demonstrate how BVMF’s fee per cleared trade is calculated based on the proposed fees. Table 3.1 shows the first component of the fee: the fee payable by ACS.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Table 3.2 shows the second component of the fee: the fee payable by the investors on the buy and sell side. To calculate the fee, we assume that the average value of a settlement from an ACS-cleared transaction will be the same as the current average value of a settlement on BVMF. We also understand that day trades account for around 46.5% of the current value traded on the market and would not require settlement services, and so we exclude these from the analysis.¹⁰

[REDACTED]

⁹ Evidence from Australia, where Chi-X Australia entered the market and started competing with the incumbent ASX in October 2011, shows that the entrant gained a market share of around 20% over the period following entry. A significant component of Chi-X’s on-exchange trading is attributable to its dark trading (i.e. execution of orders that were not displayed prior to execution), which Oxera understands ATS is not planning to develop at the moment. Regulation in Brazil does not allow dark trading. See ASX (2015), ‘Australian Cash Market Report: week of 06 April 2015 to 10 April 2015’, http://www.asx.com.au/documents/trading_services/20150413_ACMR.pdf.

¹⁰ Based on information provided by ACS.

Table 3.2 BVMF's fee per cleared trade payable by the investors

Fee charged to investor	A	0.86bp
Day traders as a percentage of trading value	B	46.5%
Annual value of trading	C	R\$1,651bn
Number of settlement instructions in equity	D	18m
Average value per settlement	$E=C*(1-B)/D$	R\$49,096
Fee per cleared trade payable by investors	$F=A*2*E$	R\$8.4

Note: The annual value of trading is based on information from BVMF's 2015 annual report. The number of settlement instructions in equity is based on data from the BIS.

Source: BVMF 2015 annual report, BIS, and Oxera calculations.

As presented in Table 3.3, based on BVMF's proposal, we estimate the total fees to be paid to BVMF for transferring the securities relating to each trade cleared by ACS to be [REDACTED] per cleared trade, based on a market share for ATS of 5% [REDACTED]. This takes into account the fees charged to the two investors (the buyer and seller) plus the fees charged to ACS. To convert these fees to a fee in basis points, we divide the fee per cleared trade by the average settlement value of R\$49,096. This gives a fee of [REDACTED] (assuming a market share of 20%) or [REDACTED] (assuming a market share of 5%).

[REDACTED]

[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]
[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]

[REDACTED]

In Appendix A1, we present the calculations of BVMF's fees using data from BVMF and publicly available information on BVMF's 2016 operational figures. In particular, we update the percentage of day traders which is slightly lower in 2016, 44% compared to 46.5%, and the number of settlement instructions which is higher, 23,900 compared to 17,992, based on numbers from BVMF's own calculations.¹¹ We also update the annual value of trading using Bovespa's operational figures which is R\$1,768 in 2016 compared to R\$1,651.¹² Overall, the impact of using these figures is a decrease of less than [REDACTED] in the total fee paid to BVMF for each cleared trade i.e. from [REDACTED] to [REDACTED], based on a market share for ATS of 5% and from [REDACTED] to [REDACTED] assuming a market share of 20%. However, in basis points, the fee is still around [REDACTED] based on a 5% market share ([REDACTED] based on a 20% market share). This is because the larger component of the total fee is the investor fee, which is a bp fee (0.86bp) and is thus not affected by different number and value of settlements used in the fee per cleared trade calculation.¹³

[REDACTED]

¹² See ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, accessed 14 February 2017.

¹³ For more details, see Appendix A1.1.

4 Fees charged by comparators

To benchmark BVMF's proposed fees, we consider the fees charged by a number of international comparator CSDs.

4.1 Selection of comparators

The analysis is based on the following comparator set: ASX Settlement (Australia), CDS (Canada), Clearstream (Germany), DTC (USA), Euroclear France,¹⁴ Euroclear Sweden, Euroclear UK, Iberclear (Spain), Interbolsa (Portugal), Monte Titoli (Italy), NSDL (India), OeKB (Austria), SIX SIS (Switzerland), VPS (Norway), and VP Securities (Denmark). The comparators have been selected on the basis of key characteristics:

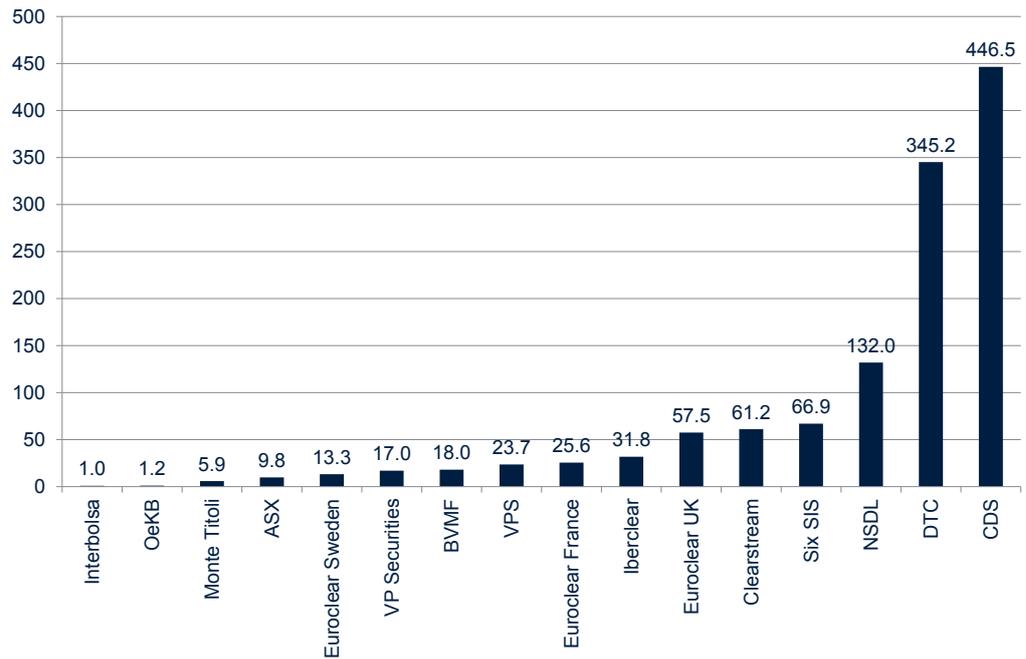
- **size of the market:** the comparators capture markets of different sizes in terms of number of settlement instructions, as shown on Figure 4.1 below, to control for the potential effect of economies of scale;
- **end-investor accounts:** since BVMF has end-investor accounts, among the comparators we capture CSDs that also have end-investor accounts (VP Securities in Denmark, VPS in Norway, Euroclear Sweden, and NSDL in India);
- **level of vertical integration and degree of competition:** the comparators include financial centres with different degrees of vertical integration. As explained in section 1 we do not include financial centres where competition has not been introduced. In addition to BVMF, we consider other CSDs that are part of a vertically integrated provider but we also consider independent CSDs. Out of all comparators the ones that are not vertically integrated are Euroclear, NSDL, OeKB and VP Securities (see Table 4.1 below).¹⁵

Figure 4.1 shows the number of settlement instructions processed by the comparator CSDs. It shows how, among the comparators, there are CSDs of different sizes—including ASX (Australia), which processes considerably fewer settlements than BVMF, as well as VP Securities (Denmark) and Euroclear (Sweden) with similar volumes; and NSDL in India, DTC in the USA and CDS in Canada, which all settle many more transactions.

¹⁴ Note that Euroclear's fee schedule is uniform across the French, Dutch and Belgian markets.

¹⁵ The National Stock Exchange of India holds 25% of the shares of NSDL, and is therefore not considered to be vertically integrated with NSDL.

Figure 4.1 Number of settlement instructions for all securities (m)



Note: The information for Iberclear, Interbolsa, OeKB, VPS and VP Securities is based on the number of deliveries reported by the ECSDA. The information for the other comparators and BVMF is based on the number of delivery instructions reported by the BIS. The ECSDA and BIS statistics on the number of deliveries are consistent, as shown by the numbers for Euroclear UK and Clearstream reported by the two sources, which are very similar. Data for 2015 has been used for all CSDs.

Source: Oxera.

Table 4.1 summarises the key characteristics of the comparators, by identifying the type of accounts, level of vertical integration and competition at trading and/or clearing level.

Table 4.1 Overview of comparators

	End-investor accounts	Level of vertical integration	Competition at trading or clearing level
ASX (Australia)	No	T – C – S	T
CDS (Canada)	No	T – C – S	T
Clearstream (Germany)	No	T – C – S	T, C
DTC (USA)	No	C – S	T
Euroclear France	No	Not integrated	T, C
Euroclear Sweden	Yes	Not integrated	T, C
Euroclear UK	Available but not commonly used	Not integrated	T, C
Iberclear (Spain)	No	T – C – S	T, C
Interbolsa (Portugal)	No	T – S	T, C
Monte Titoli (Italy)	No	T – S	T, C
NSDL (India)	Yes	Not integrated	T, C
OeKB (Austria)	No	Not integrated	T, C
SIX SIS (Switzerland)	No	T – C – S	T, C
VPS (Norway)	Yes	T – S	T, C
VP Securities (Denmark)	Yes	Not integrated	T, C

Note: T denotes trading, C denotes clearing, and S denotes settlement. In relation to the level of integration, T – C – S denotes integration between trading platform, clearing service provider and settlement service provider; C – S denotes integration between the clearing and settlement service providers, but the trading platform is not part of that integrated entity; T – S denotes integration between trading platform and settlement service provider, but the clearing service provider is not part of that integrated entity. Based on Oxera (2014), 'Global cost benchmarking of cash equity clearing and settlement services', p. 14, and information from annual accounts, BIS and ECSDA.

Source: Oxera.

4.2 Methodology for quantifying comparators' settlement fees

For the set of comparators, we identify the fee that they charge for settlement of (CCP-)cleared trades, using the CSDs' fee schedules as a source. As explained above, we consider two metrics for the comparison of fees—fee per cleared trade, and fee per average settlement value.

4.2.1 Fee per cleared trade

To quantify the total settlement fees charged by the CSD for each cleared trade, we generally apply the 'investor' fee twice, to reflect the fact that the fees are normally charged to both the buyer and the seller of the securities. The exception to this is India, where the CSD charges a settlement fee only to the buyer and not to the seller.

Where the CSD charges the CCP account as well as the investor/clearing member, such fees are also taken into account. Oxera understands this to be the case in the European markets considered—namely, Austria, Denmark, France, Germany, Italy, Norway, Portugal, Sweden, Switzerland, and the UK. In the USA, DTC charges both the buyer and the seller two fees (i.e. instead of charging the CCP for two settlement instructions). For this reason, for Clearstream, DTC, Euroclear, Iberclear, Interbolsa, Monte Titoli, OeKB, SIX SIS,

VP Securities, and VPS, the settlement fee is applied four times in total.¹⁶ In Australia and Canada, the CCP is not charged separately, and therefore the settlement fees in these markets are applied only twice (once to the seller and once to the buyer, as explained above).¹⁷

Where there are volume discounts (at Clearstream, Euroclear France, Euroclear UK, Euroclear Sweden,¹⁸ and VP Securities), we take the average of these fees. In Appendix A1, we show the sensitivity of the fee estimates if the lowest and highest values of the respective fee ranges are used instead of the average fee. This shows that the findings of the benchmarking are not sensitive to these assumptions.

We also include the fees charged for settlement through T2S. T2S is an infrastructure that enables cross-border settlement in Europe, and is run by the European Central Bank. The fee level for T2S is set based on the principle of full cost recovery without any profit margin being applied.¹⁹

For a delivery versus settlement, T2S charges a fee of €0.15 on both sides of the settlement. Given that the T2S fee does not include a profit margin, it is likely to underestimate the costs of a privately funded operator, but it is indicative of the scale of the operational costs for settlement.

4.2.2 Fee per average value of settlement

To obtain the fee per average settlement value, we use the fee (in local currency) per cleared trade divided by the average value of settlement.

To compute the average settlement values for the comparator CSDs, we use data on the value and number of settlements in equity from the BIS and ECSDA (presented in Figure 4.2 below).²⁰ For BVMF, we use the implied average value of settlement reported in Table 3.3 (i.e. based on the value of trading reported in BVMF's 2015 annual accounts less the proportion of day trades divided by the number of equity settlement instructions from the BIS).

¹⁶ DTC charges a different fee for delivering to CNS (USD 0.090) and for receiving from CNS (USD 0.035). When presenting the results, we take an average of the two fees and apply it four times (which is equivalent to taking the sum of the two fees charged to each side and applying it twice).

¹⁷ 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.

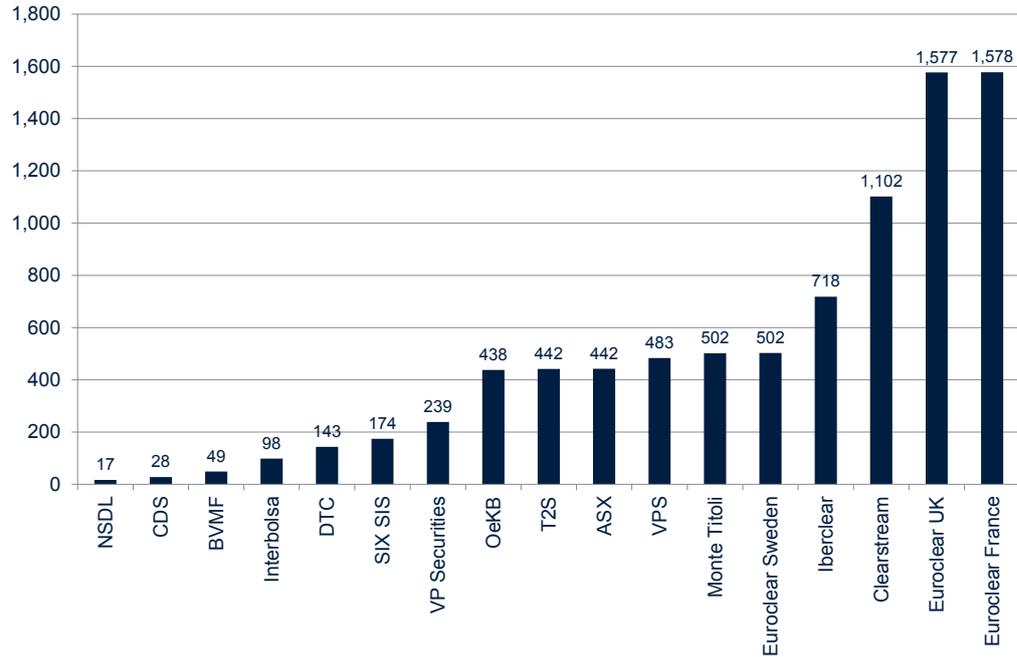
¹⁸ Euroclear Sweden has different fees for delivery and receipt, and in these cases we use an average that reflects the fact that in the analysis we account for the two sides of the transaction.

¹⁹ T2S is being developed to the benefit of all participants and of Europe in general, and there will be no profit margin. The Eurosystem is committed to recovering the full development and running costs of T2S through the fees charged to CSDs. Full cost recovery is one of the General Principles of T2S as defined in the User Requirement Document,

https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/pdf/urm_version_5.pdf?d02a15cfc8d28891cd95717c8147e4d4.

²⁰ As the data for DTC, Interbolsa, and VP Securities is not available for equity only, 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. For Iberclear, OeKB and SIX SIS, for which equity specific settlement data is also not available, we calculate the ratio of value of equity trading to the value of securities (i.e. equity and bond) trading on the BME Spanish Exchanges, Wiener Börse and SIX Swiss Exchange based on data from the World Federation of Exchanges. We apply these ratios to adjust the respective overall average value of a settlement for these three comparators.

Figure 4.2 Average settlement value of an equity settlement (R\$, '000)



Note: For Iberclear, Interbolsa, OeKB, VPS and VP Securities, the average settlement value is based on data from ECSDA for 2015, as BIS data is not available. For all other comparator CSDs, the average settlement value is based on BIS data for 2015. For T2S the value is based on 2016 data.

Source: Oxera using data from BIS, ECSDA and BVMF's annual accounts.

4.2.3 Summary of fees

Table 4.2 shows the fee per settlement instruction and the fee per CCP-cleared trade for the comparator CSDs and T2S. The fees have been converted to R\$ using the average exchange rate over 2004–16, which accounts for the volatility in R\$. In Appendix A1, we show the fee estimates using different exchange rates.

Table 4.2 Settlement fees per cleared trade and per average settlement value

	Currency	Fee per settlement instruction (local currency)	Exchange rate to R\$	Multiplier	Average value of settlement (local currency, '000)	Settlement fee per cleared trade (R\$)	Settlement fee per settlement value (bp)
		A	B	C	D	E=A*B*C	F=A*C/D
ASX	AUD	0.30	1.92	2	231	1.15	0.03
CDS	CAD	0.03 ¹	2.02	2	14	0.12	0.04
Clearstream	EUR	0.38 ²	2.93	4	376	4.48	0.04
DTC	USD	0.06	2.26	4	63	0.57	0.04
Euroclear France	EUR	0.78	2.93	4	538	9.10	0.06
Euroclear Sweden	SEK	1.35 ³	0.32	4	1,593	1.70	0.03
Euroclear UK	GBP	0.28	3.74	4	421	4.17	0.03
Iberclear	EUR	0.50	2.93	4	245	5.86	0.08
Interbolsa	EUR	0.11	2.93	4	34	1.34	0.14
Monte Titoli	EUR	0.35 ⁴	2.93	4	171	4.04	0.08
NSDL	INR	1.00	0.04	1	374	0.04	0.03
OeKB	EUR	0.90	2.93	4	149	10.55	0.24
SIX SIS	CHF	0.65	2.15	4	81	5.59	0.32
T2S	EUR	0.15	2.93	2	151	0.88	0.06
VPS	NOK	5.00 ⁵	0.36	4	1,356	7.13	0.15
VP Securities	DKK	1.50	0.39	4	607	2.36	0.10

Note: The fees are based on information from the fee schedules of the respective CSDs. The average settlement value is based on data from BIS, ECSDA, ECB and BVMF's annual accounts. The fees are converted to R\$ using an average exchange rate over 2004–16 (source: Datastream).

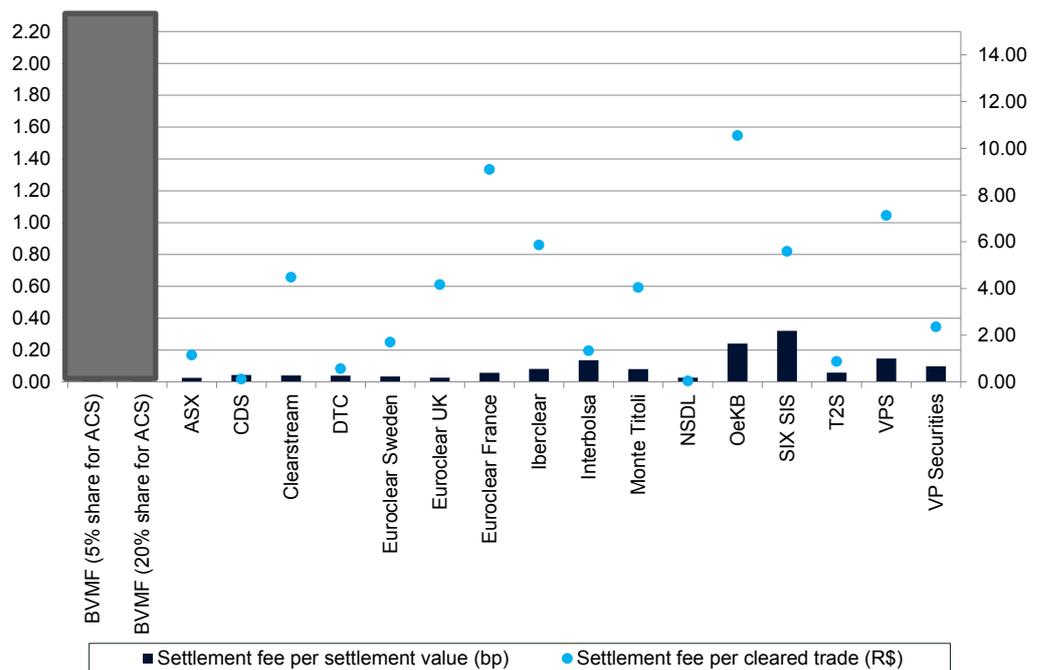
¹ CDS charges a higher fee for real-time settlement. Oxera has been informed that the majority of settlements at CDS go through the batch settlement system, and we therefore use the fee of CAD 0.03 applicable for this settlement type. If the real-time settlement fee were used instead, the fee per cleared trade would be R\$0.9. ² 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 that ACS requires from BVMF. ³ 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. If these fees are applied instead, the settlement fee per cleared trade is R\$8.2. ⁴ The Monte Titoli fee is based on the average fee for a direct and indirect participant. ⁵ 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.

Source: Oxera.

5 Findings: comparison of comparator CSD fees with fees proposed by BVMF

[REDACTED]. Figure 5.1 shows a comparison of BVMF's fee under the 5% and under the 20% market share scenarios with the fees charged by the other CSDs in the sample.

Figure 5.1 Fees per average settlement value in bp (left axis) and fees per cleared trade in R\$ (right axis)



Source: Oxera.

When comparing BVMF's fees with those charged by CSDs in other financial centres, the following observations can be made.

- The BVMF proposed fees (measured in terms of both a fee per cleared trade and a bp fee) are high compared with those in other financial centres.
- The fact that the bp fee for BVMF ([REDACTED]) is higher than those in all other financial centres is driven by two factors. First, the BVMF fee per cleared trade ([REDACTED]) is high compared with fees in most other financial centres. Second, the average settlement value in Brazil is relatively small when compared with other financial centres as demonstrated in Figure 4.2—in other words, the BVMF settlement fee is incurred more frequently by investors for a certain amount of trading value.
- In various financial centres, the fees per cleared trade are lower than around R\$3 per cleared trade. This includes CSDs operating at a smaller scale than BVMF in terms of number of settlement instructions, such as Euroclear Sweden, VP Securities (Denmark) and ASX (Australia). Fees in Australia are a useful benchmark, given recent regulatory developments which scrutinise

the level of fees in Australia.²¹ At R\$1.15 per cleared trade, the settlement fees at ASX are substantially lower than those proposed by BVMF. There are comparators with even lower settlement fees such as the ones in the USA (R\$0.6), India (R\$0.04) and Canada (R\$0.12).

- In Germany and the UK, the fees per cleared trade are higher than in the other financial centres: around R\$4 - R\$4.5 per cleared trade. However, relative to the value settled the fees in these financial centres are at the low end of the range. The bp fee for Clearstream (0.04bp) is similar to the bp fees in other financial centres such as Australia (0.03bp). The relatively low fee per value settled may explain why, in financial centres such as the UK and Germany, relatively high settlement fees per cleared trade have not prevented the introduction of competition at trading and clearing level.
- As explained, the average settlement value in Brazil is smaller than in most of the other financial centres (at c.R\$49,000). Interestingly, although settlement values in some other financial centres are also small (e.g. c.R\$28,000 in Canada, and c.R\$17,000 in India, which are lower than BVMF), this does not result in a high bp fee (Canada fees are 0.04bp and India fees are 0.03bp), due to comparatively low fees per cleared trade in these financial centres.
- Although the fee per cleared trade varies significantly among the selected markets (from R\$0.04 in NSDL to R\$10.6 in OeKB), the impact on investors, analysed on a bp fee basis, is less than 0.40bp for all comparators, while BVMF's proposed fee exceeds this. The fee is less than 0.15bp in all financial centres except in Austria (where the fee is 0.24bp) and Switzerland (0.32bp).
- The sensitivity analysis in Appendix A1 shows that these findings would generally not change if different exchange rates were used.

²¹ Chi-X Australia launched a competitive trading platform to the incumbent exchange (ASX) in November 2011. Chi-X Australia (2012), 'Chi-X Australia marks first year of operations', press release, 1 November, <http://au.chi-x.com/Portals/8/Press%20Releases/Chi-X%20Australia%201st%20year%20of%20Operation.pdf>, accessed 30 January 2017. For an overview of the regulatory approach in Australia, see Treasurer of the Commonwealth of Australia (2016), 'Turnbull Government continues policy of open competition in clearing and settlement of shares', media release, October, <http://sjm.ministers.treasury.gov.au/media-release/110-2016/>.

A1 Sensitivity analysis

A1.1 BMVF's fee sensitivity

The tables below show the calculation of BMVF's fee using volume metrics from BMVF's letter and the company's 2016 operational figures, as opposed to data from the 2015 annual report and the BIS, which are used in the main analysis in section 3. In particular, we update the percentage of day traders (row B of Table A1.1) and the number of settlement instructions (row C and row D of Table A1.2) using BMVF's own calculations included in the letter.²² We also update the annual value of trading (row C of Table A1.2) using BMVF's operational figures.²³

[Redacted Table Content]

The updated analysis estimates the total fees paid to BMVF for each cleared trade to be [redacted], based on a market share for ATS of 5% (and [redacted] assuming a market share of 20%), as Table A1.3 below illustrates. The fee in basis points remains at a similar level to the fees presented in section 3, at [redacted] under the 5% market share scenario and [redacted] under the 20% market share scenario.

²³ See ir.bmfbovespa.com.br/enu/15/Banco%20de%20dados_Operational%20Figures_2017.01.xlsx, accessed 14 February 2017.

A1.2 Comparators' fee sensitivities to the applied volume discount

Clearstream, Euroclear France, Euroclear UK, Interbolsa and VP Securities apply volume discounts to part or all of the total settlement fee that they charge. Table A1.4 shows the sensitivity of the fee per cleared trade for these comparators if, instead of the average volume discount that gives the central estimate, the lowest and highest values of the volume discount range are applied.

Table A1.4 Settlement fee per cleared trade under volume discount sensitivity

	Settlement fee per cleared trade (R\$)— low estimate	Settlement fee per cleared trade (R\$)— central estimate	Settlement fee per cleared trade (R\$)— high estimate
Clearstream	4.2	4.5	4.9 ¹
Euroclear France	8.0	9.1	10.6
Euroclear UK	1.1	4.2	6.4
Interbolsa	0.6	1.3	2.3
VP Securities	1.6	2.4	3.1

Note: The fees are based on information from the fee schedules of the respective CSDs. The fees are converted to R\$ using an average exchange rate over 2004–16 from Datastream.

¹ For Clearstream, for the high estimate scenario, instead of taking the lowest volume discount we do not apply any volume discount.

Source: Oxera.

As the table demonstrates, there is variation in the fee per cleared trade depending on the list fee used, but even in the high fee scenario the fees are lower than BVMF's fee except for Euroclear France, which has a higher fee under the central and high scenarios but a lower fee under the low scenario.

A1.3 Comparators' fee sensitivities to the exchange rate

In the main analysis, we use the average daily exchange rates from 2004 to 2016 to convert the comparator fees to R\$, which captures the period from just after the 2002 devaluation up until today. This coincides with the period in which R\$ begins to regain its levels since the 2015 devaluation. Figure A1.1 shows the movement in the USD–BRL exchange rate over a slightly extended period starting from 2002.

Figure A1.1 Daily USD–BRL exchange rate

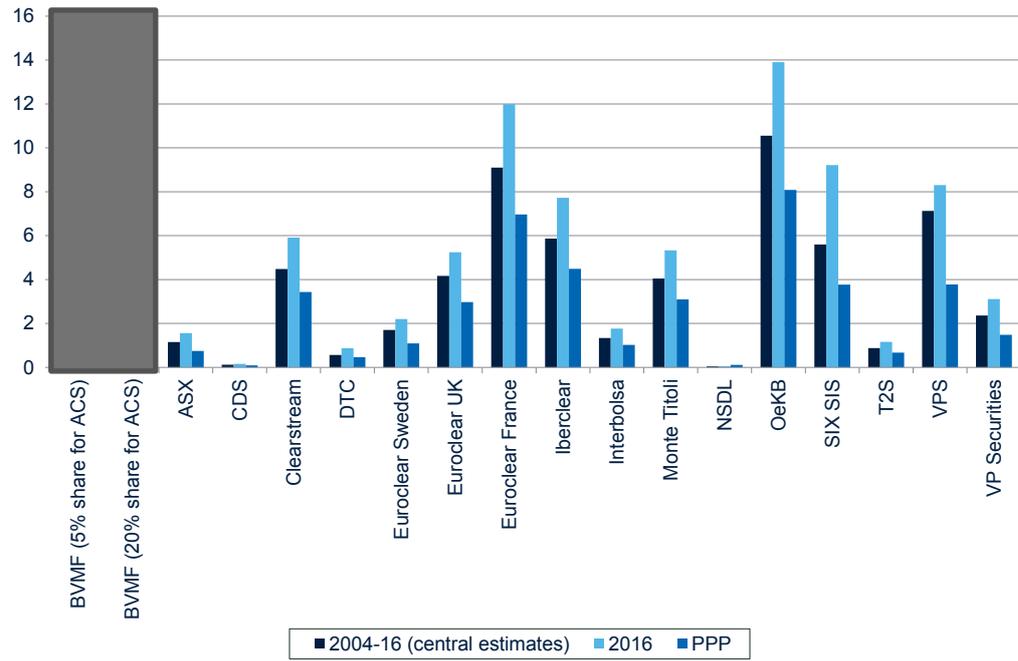


Source: Oxera, using data from Datastream.

We have tested the sensitivity of the results to the level of the exchange rate. The sensitivities are based on an average exchange rate over 2016, and the Purchasing Power Parity rate for 2015.

Figure A1.2 below shows the settlement fee per cleared trade in R\$ under the main approach (i.e. central estimate) and under the two sensitivity scenarios. The figure demonstrates that, even though the fee estimates are sensitive to the exchange rate used, the overall conclusions on BVMF's relative position are not.

Figure A1.2 Sensitivity of settlement fee per CCP-cleared trade in R\$ to the exchange rate



Source: Oxera.

About Oxera

Oxera advises companies, policymakers, regulators and lawyers on any economic issue connected with competition, finance or regulation. We have been doing this for more than three decades, gathering deep and wide-ranging knowledge as we expand into new sectors. We have a reputation for credibility and integrity among those we advise, and among key decision-makers, such as policymakers, regulators and courts. With offices in Berlin, Brussels, London and Oxford, we are able to advise our international clients in a highly flexible way, including providing advice in several languages.

We have advised market participants, infrastructure providers and regulators on a range of issues in relation to the functioning of capital markets.

- We have advised regulators and public bodies including the European Commission, the Financial Conduct Authority (UK), The World Bank, the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM) and the Securities Commission Malaysia.
- We have worked with infrastructure providers in various financial centres, including the Australian Stock Exchange (ASX), DTCC, InterContinental Exchange (ICE), NYSE Euronext, Deutsche Börse, EuroCCP, LCH.Clearnet, London Stock Exchange, FIX Protocol, Singapore Stock Exchange, Budapest Stock Exchange, Euroclear and Omgeo.

Our work on trading and post-trading

- We benchmarked **Australian Securities Exchange's** cash equity clearing and settlement services against 14 comparators on behalf of ASX. See [Oxera \(2014\), 'Global cost benchmarking of cash equity clearing and settlement services', June.](#)

It's the best benchmarking report ever conducted in post-trade services anywhere in the world. The thorough and well-presented analysis helped cut through several complex issues—the Oxera work has tremendous credibility.

Elmer Funke Kupper, (former) CEO, Australian Securities Exchange

- We were commissioned by **CVM in Brazil** to consider the impact of increasing competition in the Brazilian stock market. This involved benchmarking trading and post-trading fees charged by infrastructure providers across 17 financial centres. See [Oxera \(2012\), 'What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil?', June.](#)
- **Euroclear** commissioned us to analyse the costs of trading and post-trading (clearing and settlement) across different trading venues in the UK. See [Oxera \(2010\), 'Costs of securities trading and post-trading—UK equities', April.](#)
- For the **European Commission**, we developed a methodology to monitor changes over time in the costs, prices and volumes of trading and post-trading activities. This was applied to 18 financial centres in Europe to measure costs along the entire value chain. See [Oxera \(2011\), 'Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services', May.](#)

- For **Omgeo and DTCC**, we assessed the benefits achieved from automating the trade verification process and, in particular, establishing same-day affirmation (SDA) as best operational practice in equity markets among investment managers and brokers/dealers in Europe.
See [Oxera \(2008\), 'Building efficiencies in post-trade processing: The benefits of same-day affirmation', June.](#)

Other work

Oxera conducts a lot of other work in relation to the functioning of capital markets. Examples include the following.

- We have advised a FinTech company on the regulatory regime for the application of blockchain technology to post-trading services.
 - We advised the Singapore Stock Exchange on the new regulatory framework being introduced.
 - We advised a global bank on the regulatory and competition investigations into LIBOR and an infrastructure provider in relation to a number of mergers and acquisitions.
 - For the City of London and the London Stock Exchange, we compared the costs of listing and raising capital in the London markets with other major financial centres.
 - We worked with the Budapest Stock Exchange on options for international connectivity and integration, focusing on the implications of increased remote access, and explicit or implicit mergers with other European stock exchanges.
 - For DTCC, we quantified the costs and risks of a failure in handling a single, complex corporate action.
 - We assessed the economic impact of the financial transaction tax proposed by the European Commission on behalf of AFME.
 - Our study for the UK Department for Business, Innovation and Skills on high-frequency trading will feed into policy-making at the European Commission and in the USA.
-



Anexo III

Documento com comentários da ACS às minutas dos normativos de acesso da BM&FBovespa, juntado aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em 16 de março de 2017

- CONFIDENCIAL -

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2017

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI

Rua Cincinato Braga, 340

São Paulo – SP

At.: Sr. Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediário

Ref.: **Central Depositária - Minutas de Normativos de Acesso**

Prezado Sr. Francisco Bastos,

Atendendo à solicitação dessa d. SMI, servimo-nos do presente para apresentar nossas considerações acerca das regras de acesso aos serviços depósito centralizado da BM&FBovespa, contidas nas minutas do Regulamento de Acesso e o Manual de Acesso, disponibilizados no sítio eletrônico <http://ipn.bmfbovespa.com.br/Novo-Modelo/Regulamentos-e-Normas-203>, à luz do disposto na Instrução CVM nº 541/13 e demais normas aplicáveis sobre o assunto.

1. Introdução

A Instrução CVM nº 541/13, que dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, determina que os depositários centrais devem aprovar regras específicas de acesso aos serviços por si prestados¹. Tais regras, que devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência devem ser publicadas na página do depositário central na rede mundial de computadores.

A referida instrução, que entrou em vigor em 1º de julho de 2014, estabeleceu um período máximo de adaptação de 1 ano e 6 meses para os depositários centrais que já fossem autorizados à época de sua edição. O processo de adaptação ao disposto na norma – que incluía a elaboração das normas de acesso referidas acima - deveria ser objeto de cronograma detalhado a ser apresentado à Comissão de Valores Mobiliário (“CVM”) em até

¹ Vide artigo 39 da Instrução CVM nº 541/13.

90 dias após a sua entrada em vigor, sendo que descumprimento de tais prazos implicaria o cancelamento da autorização do depositário central.

Embora o período de adaptação tenha se encerrado definitivamente em 31 de dezembro de 2015, observa-se que, até o presente momento, a BM&FBovespa ainda não aprovou todas as regras de acesso exigidas pela Instrução CVM nº 541/13. Em particular, observamos que, até a presente data, não existem regras de acesso aplicáveis aos participantes que sejam sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação e outros depositários centrais, nos termos do inciso III do artigo 4º da Instrução CVM nº 541/13.

No final do ano passado, por meio de obtenção de cópias do processo administrativo nº 19957.002814/2016-83 - que tem por objeto o pedido de autorização da Americas Trading System (“ATS”) como entidade administradora de mercado de bolsa - a Americas Clearing System (“ACS”) tomou conhecimento de que se encontravam em discussão com essa D. CVM determinadas minutas de normativos da BM&FBovespa que conteriam tais regras de acesso.

A ACS, na qualidade de parte interessada e futura contratante de serviço de depósito centralizado, solicitou diretamente à BM&FBovespa cópia de tais minutas para análise. Em atendimento ao pedido da ACS, em 30 de novembro de 2016, a BM&FBovespa encaminhou minutas do Regulamento de Acesso da BM&FBovespa e Manual de Acesso da BM&FBovespa, ambos datados de outubro de 2016, e informou que tais documentos haviam sido submetidos à CVM e ao Banco Central do Brasil (“Bacen”) para aprovação. A BM&FBovespa informou, ainda, que tais minutas estavam disponíveis no site <http://ipn.bmfbovespa.com.br/Novo-Modelo/Regulamentos-e-Normas-203>. A ACS verificou posteriormente que as minutas apresentadas foram substituídas, aparentemente sem alterações substanciais, por novas versões datadas de dezembro de 2016.

2. Considerações da ACS sobre as minutas de normativos de acesso

Preliminarmente, conforme indicado em nossa correspondência a esta d. SMI de 31 de outubro de 2016, cumpre registrar a preocupação da ACS em relação à inexistência, até hoje, de regras definitivas de acesso pelas entidades de compensação e liquidação à central depositária da BM&FBovespa, a despeito de o prazo para adaptação completa às disposições da Instrução CVM nº 541/13 ter se encerrado há muito tempo, em 31 de dezembro de 2015. Tal situação deixa a ACS em situação de incerteza em relação a uma série de condições que poderão ser impostas ao seu projeto empresarial, e que já se imaginava que seriam públicas e definitivas, criando-se graves obstáculos concorrenciais.

Ainda, cabe à ACS clamar, mais uma vez, pela realização de um processo aberto, transparente e público para aprovação das referidas regras de acesso pela BM&FBovespa e pelos reguladores. A ACS entende que a ampla participação dos usuários, atuais e/ou potenciais, no processo de elaboração/alteração de normas é essencial para a construção de regras que atendam de forma adequada às demandas do mercado e ao disposto na regulamentação em vigor - especialmente quando se trate de tema tão relevante quanto o de acesso a infraestrutura fundamental controlada por monopolista verticalmente integrado, tal como é o caso do serviço de depósito centralizado.

Como se sabe, nesse tipo de situação, existem incentivos perversos para que o monopolista verticalizado restrinja o acesso de potenciais entrantes a tal estrutura essencial, de forma a evitar e/ou postergar a entrada de concorrência em mercados relacionados, que dependam de tal estrutura.

Não por outra razão, na Austrália – que é um importante caso de referência para o mercado de bolsa brasileiro e onde, recentemente, o acesso aos serviços de *clearing* e *settlement* passou a ser fortemente regulado em vista da existência de monopólio verticalizado no setor - a participação dos usuários na governança do monopolista foi estabelecida como um dos três pilares de expectativas regulatórias impostas à empresa incumbente, a Australia Stock Exchange - ASX².

Nesse contexto, o processo de consulta aos interessados sobre o tema, incluindo a ACS, poderia atrair relevantes e distintas perspectivas, minimizando possível tentativa da BM&FBovespa de incluir no texto normativo, sob falso pretexto de particularidades próprias da empresa ou do mercado, disposições que pudessem restringir o acesso à central depositária de forma irrazoável ou injustificada.

Não obstante, em 5 de janeiro de 2017, por meio de reunião presencial, a ACS apresentou a essa d. SMI críticas e considerações gerais relacionadas às minutas dos normativos de acesso da BM&FBovespa – as quais foram formalmente entregues a V.Sa. por meio do envio da apresentação *Power Point* discutida pela ACS naquela ocasião, por e-mail enviado em 9 de janeiro de 2017.

Nessa mesma reunião, fomos solicitados por V.Sa. a apresentar, de forma mais detalhada, nossos comentários às regras de acesso propostas pela BM&FBovespa.

Assim, em atenção à solicitação de V.Sa., elaboramos o presente documento, que contém, de forma fundamentada e detalhada, nossa visão geral acerca das minutas de Regulamento de Acesso da BM&FBovespa (“**Regulamento**”) e do Manual de Acesso da BM&FBovespa (“**Manual**”), datadas de dezembro de 2016, especificamente no que toca às regras de acesso ao serviço de depósito centralizado, à luz do disposto na Instrução CVM n.º 541/13 e nas demais normas aplicáveis sobre o assunto.

2.1 Os normativos de acesso da BM&FBovespa

O Regulamento e o Manual estabelecem as regras sobre admissão, suspensão e exclusão dos participantes referentes a todas infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, incluindo os ambientes de negociação, as *clearings* e a depositária central. Assim, esses normativos estabelecem, de forma consolidada e unificada, os requisitos que devem ser atendidos por entidades que queiram ter acesso a cada uma de tais infraestruturas, tornando-se participantes autorizados.

Os normativos detalham, ainda, o trâmite processual de outorga de autorização, os direitos e deveres dos participantes de cada infraestrutura, as hipóteses de aplicação de penalidades, incluindo suspensão da autorização e exclusão definitiva. O Regulamento

² Disponível em <https://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/regulatory-expectations-policy-statement/pdf/policy-statement.pdf>

estabelece regras mais gerais relacionadas a tais temas, enquanto o Manual traz seu detalhamento.

As versões atualmente vigentes de tais normativos, embora posteriores à entrada em vigor da Instrução CVM nº 541/13 (o Regulamento é datado de 18 de agosto de 2014 e o Manual de 9 de novembro de 2015), não contemplam as normas de acesso ao serviço de depósito centralizado aplicáveis a participantes que sejam sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação e outros depositários centrais, nos termos do inciso III do artigo 4º da Instrução CVM nº 541/13 (infraestruturas de mercado).

Assim, as minutas das novas versões dos normativos disponibilizadas pela BM&FBovespa, datadas de outubro de 2016, e que ora se encontram em discussão, preveem, dentre outras alterações, a inclusão de tais regras de acesso – cuja elaboração estava pendente desde 31 de dezembro de 2015, conforme explicado acima.

Considerando que o Regulamento e o Manual tratam do tema de acesso aos serviços de depósito centralizado, de forma unificada e consolidada, juntamente com as regras de acesso às demais infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, e tendo-se em vista que há diversas disposições comuns, aplicáveis de forma indistinta ao acesso a todas as infraestruturas, nossa análise terá como objeto o Regulamento e o Manual como um todo, naquilo que afete especificamente o acesso ao depósito centralizado.

2.2 Nova estrutura unificada de autorregulação e a competência para elaboração e aprovação de normas sobre admissão, suspensão e exclusão de participantes

Antes de apresentarmos nossos comentários específicos sobre as normas de acesso propostas pela BM&FBovespa, gostaríamos de tecer algumas considerações sobre a nova estrutura unificada de autorregulação aprovada pela CVM, cuja implementação se encontra em curso, e seus possíveis impactos sobre o tema em discussão.

Em julho de 2016, foi publicado o relatório do *GT Concorrência sobre Autorregulação das Entidades Administradoras de Mercado*, que recomendou adoção do modelo de autorregulador unificado nos mercados organizados de valores mobiliários brasileiro, bem como a ampliação da competência do autorregulador nesses mercados para abranger, além da negociação, as atividades de pós-negociação. Tal relatório foi aprovado pelo Colegiado da CVM em 19 de junho de 2016, que determinou o encaminhamento do tema à SDM para avaliação da conveniência de alteração da Instrução nº 461/07 nos moldes propostos.

O referido relatório não chegou a detalhar as competências específicas que seriam atribuídas à entidade única de autorregulação. No entanto, na visão da ACS – já expressada a essa D. CVM, em 2013, por ocasião de manifestação apresentada pela ATS no âmbito da Audiência Pública nº 5/2013 – um modelo adequado de autorregulação unificada deverá atribuir à entidade de autorregulação competência exclusiva para elaboração de regras gerais dos mercados, incluindo aquelas relativas à admissão, suspensão e exclusão de participantes.

De acordo com tal modelo, as entidades administradoras de mercados organizados, tal como a BM&FBovespa (e futuramente a ATS), ficariam responsáveis pela elaboração somente das regras relativas às operações permitidas nos seus próprios mercados, de modo que, sob

rigorosa supervisão da CVM, possam fazer uso da sua *expertise* em relação ao funcionamento dos seus respectivos sistemas. Dentro desse modelo - e pressupondo-se que a nova estrutura unificada de autorregulação venha a abranger também as atividades de pós-negociação - a elaboração e aprovação das normas de acesso ora examinadas deixariam de estar sob competência da BM&FBovespa e passariam a integrar as funções da entidade única de autorregulação.

A discussão acima é extremamente relevante porque a alocação de competência normativa (i.e. competência para elaboração de normas) é um dos pontos mais críticos da atual estrutura de autorregulação adotada pela Instrução CVM nº 461/07 e que, naturalmente, deverá ser endereçado na reforma que se pretende implementar.

De acordo com o modelo atual de autorregulação da Instrução CVM nº 461/07, a entidade autorreguladora possui poderes para supervisionar, fiscalizar e punir, mas não possui poderes para elaborar e aprovar normas. Essa competência é alocada nas próprias entidades administradoras de mercados organizados³. Assim, a rigor, hoje, a entidade ou departamento de autorregulação não regula efetivamente os mercados que lhe são relevantes, apenas realiza o *enforcement* das normas que são elaboradas pelas próprias entidades administradoras e pela CVM.

Essa divisão de competências adotada pela Instrução CVM nº 461/07 oferece graves riscos, uma vez que, ao atribuir competência normativa a um agente verticalizado, oferece a este a oportunidade de regular o acesso às suas infraestruturas de forma a evitar e/ou postergar a entrada de concorrentes, e, ao reservar à entidade ou departamento de autorregulação pertencente a (e controlado por) tal agente as competências para supervisionar, fiscalizar e punir, segundo as regras emitidas pelo mesmo agente, carrega consigo o conflito de interesses existente na atuação da administradora de mercado, ao mesmo tempo, como entidade comercial e entidade de autorregulação.

A preocupação acima é ainda mais acentuada quando se trate de um mercado monopolizado, em que, naturalmente, existem incentivos para que o incumbente proteja seu monopólio. A esse respeito, conforme destacado pela IOSCO, já em 2001, em seu trabalho sobre os problemas potencialmente decorrentes da desmutualização das bolsas⁴:

“The conflicts inherent in an exchange regulating its competitors become more apparent where the exchange is also a for-profit enterprise. **Where the exchange is the only provider of a particular required service, this monopoly**

³ Nos termos do art. 15 da ICVM 461/07, cabe à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, (a) condições para admissão e permanência de participantes; (b) procedimento de admissão, suspensão e exclusão de participantes, (c) definição das classes, direitos e responsabilidades de participantes, (d) definição de operações permitidas, (e) definição sobre estruturas de fiscalização dos negócios realizados, (f) condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários, (g) hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação, e (h) criação e funcionamento do departamento de autorregulação.

⁴ IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, dezembro de 2002, pg 6. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>

position gives it greater ability to influence the actions of its competitors. Moving to a for-profit enterprise allows the exchange to enter into new businesses thereby increasing the opportunities for conflicts between its regulatory role and those as a competitor in the marketplace. [...]"

"Where a dealer operates an alternative trading system or competing liquidity pool and is also a user of the exchange, there may be conflicts of interest in the exchange regulating the dealer providing a competing service. **These conflicts could manifest themselves in a number of ways. There could be discrimination through sanctions imposed in disciplinary proceedings, unfairness in not being permitted to participate in particular activities, discrimination with respect to fees charged or failure to make changes to accommodate an entity providing a competing service.**"⁵ (grifos nossos)

As práticas mencionadas acima não são estranhas ao mercado de bolsa brasileiro. A confusão entre o interesse comercial e a função normativa/regulatória da BM&FBovespa pôde ser observada, por exemplo, na tentativa de aprovação, por esta última, das condições comerciais de acesso ao seu serviço de depósito centralizado - incluindo a própria minuta de contrato a ser celebrado com a ACS - na forma de um ofício circular, sem qualquer forma de discussão ou consulta prévia espontânea à ACS, contratante do serviço e principal parte interessada.

Para além do conflito de interesses mencionado acima, observa-se que a atual alocação de competência normativa em cada uma das entidades administradoras (ao invés da entidade única de autorregulação) geraria ineficiências em um cenário de efetiva concorrência entre bolsas, devido à duplicação de regras, e da possibilidade de arbitragem regulatória (já que cada entidade aprovaria suas próprias normas sobre temas abrangentes, tais como o de admissão, suspensão e exclusão de participantes).

⁵ Tradução livre: "Os conflitos inerentes em uma bolsa de valores que regula seus concorrentes se tornam mais aparentes onde a bolsa também é uma empresa com fins lucrativos. Onde a bolsa é o único fornecedor de um determinado serviço necessário, a posição do monopólio lhe garante maior capacidade de influenciar as ações de seus concorrentes. Transformar-se em uma empresa com fins lucrativos permite que a bolsa de valores entre em novos negócios, aumentando assim as possibilidades de conflitos entre o seu papel regulador e seu papel como um concorrente no mercado. [...] "Em uma situação em que um participante opere uma plataforma alternativa de negociação ou um centro de liquidez concorrente e também seja um usuário da bolsa, pode haver conflitos de interesse no fato de a bolsa regular o participante que forneça um serviço concorrente. Estes conflitos podem manifestar-se de várias maneiras. Poderia haver discriminação através de sanções impostas em processos disciplinares, injustiça em não serem autorizados a participar em atividades específicas, discriminação na cobrança de taxas ou incapacidade de fazer mudanças para acomodar uma entidade que presta um serviço concorrente. "

Portanto, a ACS entende que, caso o novo modelo de autorregulação unificada venha a abranger os serviços de pós-negociação, a entidade única de autorregulação deverá ter poderes para elaborar e aprovar normas gerais do mercado, as quais abrangem as regras sobre admissão, suspensão e exclusão de participantes, incluindo as de depósito centralizado que ora se discutem.

Feitas as considerações preliminares acima, passamos apresentar, abaixo, nossos comentários específicos às minutas de normativos de acesso em relação aos serviços de depósito centralizado da BM&FBovespa, à luz da regulamentação em vigor.

(a) Existência de normas de acesso gerais e indiferenciadas para todos os participantes

Conforme mencionado acima, o Regulamento e o Manual contemplam, de forma consolidada e unificada, as regras de acesso a **todas** as infraestruturas de mercado administradas pela BM&FBovespa, incluindo ambiente de negociação, *clearing* e depositária central. A unificação das regras, em si, não seria um problema, não fosse pelo fato de que muitos dispositivos ali contidos aplicam-se de forma geral e indiferenciada aos participantes de toda e qualquer infraestrutura da BM&FBovespa⁶.

Ocorre que as normas da CVM ou do BACEN relativas a acesso a infraestruturas do mercado de capitais estabelecem critérios e graus de determinação e objetividade diferenciados a depender do tipo de infraestrutura de que se trate. No caso do ambiente de negociação, por exemplo, a Instrução CVM 461/07 outorga relativamente ampla discricionariedade à entidade administradora para estabelecer critérios de admissão a seus participantes⁷, permitindo que se leve em consideração critérios flexíveis, inclusive subjetivos, para se determinar a admissão e manutenção da autorização de acesso. Nos termos da referida norma:

Art. 51. As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado.

*§1º A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado organizado de valores mobiliários depende de autorização da entidade administradora, que deve considerar a sua **organização, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuam em seu nome.***

⁶ Não obstante o artigo 9º do Regulamento prever que: Art. 9º As autorizações de acesso possuem características e requisitos diferenciados, observado o disposto neste regulamento, no manual de acesso da BM&FBovespa e os seguintes critérios: I - ambientes, sistemas eletrônicos e mercados da BM&FBovespa; II - modelo de atuação adotado na BM&FBovespa; e III - responsabilidades e obrigações assumidas perante a BM&FBovespa.

⁷ Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

§2º Os requisitos de admissão como pessoa autorizada a operar devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.

§3º As qualificações mínimas para a admissão e manutenção como pessoa autorizada a operar contemplarão, **inclusive, as eventuais necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas, a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse e a existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado.**

§4º As entidades administradoras poderão estabelecer **outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, a juízo de seu Conselho de Administração.**

§5º É vedado à entidade administradora, sem prévia autorização da CVM, estabelecer limite máximo de pessoas autorizadas a operar, ou reduzir o limite previamente aprovado, ainda que por classes ou para o exercício de determinados direitos de acesso aos mercados por ela mantidos.

Já no caso do acesso aos serviços de compensação e liquidação, a Circular Bacen nº 3.057/01 é expressa ao limitar a possibilidade de estabelecimento de regras que tenham caráter objetivo, devendo os critérios de acesso ser públicos, claros e baseados, sobretudo, na capacitação dos participantes para administrar e conter riscos de crédito e de liquidez. Nos termos da referida norma:

Art. 26. As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem aceitar como participantes nos respectivos sistemas de liquidação por eles operados, entre outros, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, cujas atividades sejam compatíveis com as operações liquidadas por intermédio desses sistemas.

Parágrafo 1º Nos sistemas de liquidação diferida, admite-se que a câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação estabeleça, no regulamento do sistema por ele operado, critérios objetivos, públicos e claros de acesso baseados, sobretudo, na capacitação dos participantes para administrar e conter os riscos de crédito e de liquidez.

Parágrafo 2º O disposto no parágrafo anterior não exime o participante da necessidade de estar técnica e operacionalmente capacitado para promover seu acesso aos sistemas de liquidação operados pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação.

No caso dos serviços de depósito centralizado, tem-se uma situação ainda mais especial porque existe uma gradação de critérios de acesso admissíveis, a depender do tipo de

participante de que se trate, a saber, **(a)** custodiantes, **(b)** escrituradores e **(c)** infraestruturas de mercado⁸. Nos termos da referida norma:

Art. 39. As regras referentes ao acesso de participantes devem:

I – diferenciar as categorias de participantes, estabelecendo a sua forma de relacionamento com o depositário central;

*II – no caso dos participantes referidos nos incisos I e II do caput do art. 4º [custodiantes e escrituradores], estabelecer **requisitos objetivos relacionados à estrutura, monitoramento de riscos, recursos humanos e materiais exigíveis, capacidade organizacional e operacional do participante e idoneidade e capacidade profissional das pessoas que atuem em nome dele;** e*

*III – no caso dos participantes referidos no inciso III do caput do art. 4º [infraestruturas de mercado], estabelecer **requisitos objetivos e os mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas.***

Portanto, como é possível observar, embora os critérios de acesso aos serviços de depósito centralizado devam ter sempre caráter objetivo, há uma clara diferenciação na amplitude de aspectos que podem ser abrangidos por tais normas a depender do tipo de participante de que se trate.

Participantes que sejam custodiantes e escrituradores podem estar sujeitos a regras que abrangem um maior espectro de temas. Tais temas podem incluir sua estrutura, monitoramento de riscos, recursos humanos e materiais exigíveis, capacidade organizacional e operacional do participante, idoneidade e capacidade profissional das pessoas que atuem em nome dele.

Já os participantes que sejam infraestruturas de mercado (ou seja, sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação e outros depositários centrais) somente poderão estar sujeitos a determinados requisitos objetivos relacionados ao controle e administração de riscos e à proteção da integridade de seus sistemas, não abrangendo os mesmos critérios elencados para os demais participantes. Esse foi exatamente o entendimento exarado pela SDM no edital de audiência pública relacionado à Instrução CVM nº 541/13⁹:

“Também merece destaque uma distinção que se optou por fazer no art. 39, que trata do acesso de participantes aos sistemas do depositário central. As

⁸ Art. 4º São considerados participantes do depositário central: I – na qualidade de custodiantes, as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a prestar os serviços de custódia de valores mobiliários, para investidores ou para emissores, nos termos da regulamentação em vigor; II – na qualidade de escrituradores, as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a prestar os serviços de escrituração de valores mobiliários, nos termos da regulamentação em vigor; e III – os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outros depositários centrais com os quais o depositário central mantenha vínculo contratual.

⁹ Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2013, pg. 7

regras de acesso poderão, no caso de escrituradores e de custodiantes, estabelecer critérios inclusive de ordem organizacional para tais agentes – afinal, eles são parte essencial da cadeia de obrigações e responsabilidades do depositário. Já no caso de outras infraestruturas de mercado que eventualmente disponham de acesso ao depositário, este poderá apenas estabelecer mecanismos de controle e de administração de riscos destinados a proteger a integridade de seus sistemas.” (grifos nossos)

Portanto, regras que estabeleçam critérios gerais e indiferenciados de acesso a todos os participantes poderão estar em desacordo com a regulamentação em vigor, caso venham a estabelecer requisitos que não são admissíveis para determinado grupo de usuários. Esse é o caso, por exemplo, dos artigos 10¹⁰ e 11¹¹ do Regulamento, que preveem determinados requisitos que são exclusivamente admissíveis a participantes da depositária que sejam custodiantes e escrituradores.

O artigo 10, por exemplo, prevê que a autorização e manutenção de acesso às infraestruturas administradas pela BM&F devem considerar a organização e os recursos humanos, financeiros e técnicos do requerente, bem como a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

¹⁰ Art. 10 A outorga de autorização de acesso pela BM&FBOVESPA e a sua manutenção considera a organização e os recursos humanos, financeiros e técnicos do requerente, bem como a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

¹¹ Art. 11 Os requerentes de autorização de acesso pela BM&FBOVESPA devem atender aos seguintes requisitos mínimos para sua outorga, observando-se o disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA: I - obtenção e manutenção de todas as autorizações necessárias ao exercício de suas atividades, perante o BCB, a CVM e quaisquer outras entidades às quais eventualmente esteja submetido; II - requisitos de capital, liquidez e outros relacionados à sua situação econômico-financeira e ao depósito de garantias, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida; III - requisitos operacionais e de estrutura funcional, organizacional e de governança; IV - requisitos técnicos e de segurança de informações, padrões mínimos de infraestrutura tecnológica e de comunicação, e controles operacionais adequados ao exercício de suas atividades; V - entrega da documentação necessária no âmbito do processo de admissão; VI - adesão a este regulamento, às normas que o complementam e a todos os normativos da BM&FBOVESPA, especialmente aqueles inerentes ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA em que atue, mediante celebração do instrumento pertinente, conforme disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA; VII - pagamento de custos e encargos estabelecidos pela BM&FBOVESPA; VIII - atendimento aos requisitos do Programa de Qualificação Operacional - PQO da BM&FBOVESPA, conforme regulamentação específica; IX - submissão às regras e aos procedimentos de fiscalização, supervisão e auditorias da BM&FBOVESPA e BSM; X - requisitos de desempenho, conforme o caso, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida. [...] §3º Os requisitos para a admissão como participante autorizado e a manutenção da autorização de acesso podem contemplar, inclusive, observado o disposto neste regulamento e no manual de acesso da BM&FBOVESPA, a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse e a existência de responsável, nos termos da legislação em vigor, encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA [...]

Já o artigo 11 prevê que os requerentes de autorização de acesso devem atender a determinados requisitos mínimos, que incluem, dentre outros, requisitos de capital, liquidez e situação econômico-financeira, requisitos de estrutura funcional, organizacional e de governança. O artigo prevê, ainda, que tais requisitos podem contemplar, inclusive, a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse.

Embora os requisitos acima possam ser admissíveis para determinados participantes das infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, entendemos que, em vista da expressa gradação prevista pela regulamentação em vigor, não seria possível prever a possibilidade de sua aplicação de forma indistinta e genérica, tal como atualmente previsto no Regulamento.

(b) Requisitos de acesso específicos, porém não admissíveis para as infraestruturas de mercado

Além das regras de acesso gerais e indiferenciadas mencionadas acima, há, nas minutas de normativos da BM&FBovespa, requisitos de acesso aos serviços de depósito centralizado estabelecidos especificamente para infraestruturas de mercado, mas que extrapolam os limites expressamente estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13, mencionados acima.

Esse é o caso, por exemplo, de determinados itens dos seguintes artigos do Manual: **(a)** artigo 2.7.3, que impõe determinados requisitos econômicos e financeiros, **(b)** artigo 2.7.4, que estabelece determinados requisitos relacionados à conduta de sócios e administradores das infraestruturas de mercado, e **(c)** artigo 2.7.5, que estabelece determinados requisitos operacionais, e chega a determinar que a infraestrutura de mercado deve manter quadro de funcionários, consultores e/ou prestadores de serviço, em número suficiente, e com a qualificação/capacitação profissional necessária para o adequado desenvolvimento de suas atividades.

Conforme mencionado, a Instrução CVM nº 541/13 prevê que os requisitos de acesso aplicáveis a participantes que sejam infraestruturas de mercado devem estar relacionados apenas ao controle e administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas, tendo em vista a existência de acesso por parte de tais infraestruturas.

É de se observar que a verificação dos aspectos específicos previstos nos itens do Manual, mencionados acima, bem como de outros, ainda mais abrangentes, será realizada, no caso de infraestruturas de mercado, pelos órgãos reguladores competentes, no âmbito dos respectivos processos de autorização para funcionamento. Não cabe, portanto, à BM&FBovespa, na ausência de expressa autorização legal ou regulatória, estabelecer requisitos específicos ou adicionais para fins de conceder acesso a seus serviços, sob risco de se configurar prática anticoncorrencial.

No caso de sistemas de compensação e liquidação, por exemplo, tal verificação será feita pelo Bacen, em observância ao disposto na Resolução CMN nº 2.882/01 e na Circular Bacen nº 3.057/01, que são normas extremamente detalhadas e completas nesse sentido.

A Circular Bacen nº 3.057/01 já exige, por exemplo, que a câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação conte com pessoal técnico e administrativamente

capacitado, que lhe possibilite o pleno atingimento de seu objeto social¹². Da mesma forma, a norma prevê que os responsáveis pela administração da câmara ou do prestador de serviços de compensação e de liquidação devem ser profissionais de reconhecida competência técnica na matéria, com autonomia de gestão, nos termos de seu contrato ou estatuto social¹³.

Requisitos de acesso econômicos, financeiros, estruturais ou operacionais específicos ou adicionais para infraestruturas de mercado somente seriam admissíveis com base em justificativas razoáveis relacionadas aos riscos envolvidos na relação de participação da infraestrutura de mercado na depositária central da BM&FBovespa, que implicassem responsabilidade ou risco operacional para esta última. Nesse sentido é que a SDM considerou admissível a imposição de critérios pessoais e operacionais mais específicos para escrituradores e custodiantes, tendo em vista que, *“afinal, eles são parte essencial da cadeia de obrigações e responsabilidades do depositário.”*

Ocorre que, com ainda mais força, no caso específico de infraestruturas que sejam sistemas de compensação e liquidação, em particular aquelas que atuem como contraparte central das operações, não existe esse mesmo tipo de relação com o depositário central. Na verdade, nesse caso, a relação se dá de forma contrária, sendo o próprio depositário central quem participa da cadeia de obrigações e responsabilidades da *clearing*, e não o inverso. Isso porque a *clearing* é a entidade responsável pela correta e adequada liquidação física e financeira (*delivery versus payment*) das operações cursadas no ambiente de negociação, de forma que a contratação do serviço de transferência de titularidade do depositário central consiste em mera terceirização de atividade pela qual a própria *clearing* é responsável.

Aliás, de se notar que a Circular Bacen nº 3.057/01 prevê, inclusive, que a contratação de terceiros para a realização de processos executados pela câmara ou pelo prestador de serviços de compensação e de liquidação será objeto de aprovação prévia pelo Bacen, que examinará o atendimento às exigências regulamentares relativas à eficiência, segurança, integridade e confiabilidade dos sistemas de liquidação¹⁴.

Importante destacar, ainda, que, no caso de *clearings* que atuem como contraparte central – tal como aquelas que prestem serviços para mercados de bolsa – a responsabilidade da entidade é ainda mais acentuada porque a entidade responde não apenas pelo risco operacional da adequada liquidação das operações, mas também pelo risco de contraparte

¹² Circular Bacen 3.057/01 - Art. 20. A câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação deve contar com pessoal técnico e administrativamente capacitado, que lhe possibilite o pleno atingimento de seu objeto social.

¹³ Circular Bacen 3.057/01 - Art. 21. Os responsáveis pela administração da câmara ou do prestador de serviços de compensação e de liquidação devem ser profissionais de reconhecida competência técnica na matéria, com autonomia de gestão, nos termos de seu contrato ou estatuto social.

¹⁴ Circular Bacen nº 3.057/01 - Art. 24. A contratação de terceiros para a realização de processos executados pela câmara ou pelo prestador de serviços de compensação e de liquidação depende de prévia aprovação do Banco Central do Brasil, que examinará o atendimento às exigências regulamentares relativas à eficiência, segurança, integridade e confiabilidade dos sistemas de liquidação.

ali envolvido. A propósito, cumpre lembrar que sistemas de compensação e liquidação de mercados de bolsa são considerados sistematicamente importantes pela regulamentação em vigor e, por tal razão, estão sujeitos a critérios e requisitos regulatórios ainda mais rígidos por parte do Bacen¹⁵.

A Circular Bacen nº 3.057/01 exige, por exemplo, que a *clearing* constitua patrimônio especial mínimo de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), formado exclusivamente por títulos públicos federais, e adote diferentes mecanismos e salvaguardas para assegurar a liquidação das operações aceitas em seu sistema¹⁶.

Por fim, cabe lembrar que, após autorizadas, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação continuam supervisionados pelo Bacen¹⁷. A Circular Bacen nº 3.057/01 prevê, inclusive, que tal supervisão poderá ser estendida a terceiros se estes realizarem etapas importantes relacionadas com as atividades-fim da entidade¹⁸.

Portanto, embora a ACS reconheça que requisitos financeiros, econômicos, organizacionais, reputacionais e operacionais dos sistemas de compensação e liquidação são importantes para fins de outorga de autorização de funcionamento, não há, a princípio, justificativa razoável para que a BM&FBovespa pretenda estabelecer critérios específicos e/ou adicionais de acesso para além daqueles que já são aplicados e monitorados pela própria autoridade responsável. Caso venha a fazê-lo, a ACS entende que a imposição de tais critérios deverá ser detalhadamente justificada com base na relação de risco imposta aos seus sistemas em razão do acesso pela infraestrutura de mercado, conforme estabelece a Instrução CVM nº 541/13.

¹⁵ Circular Bacen nº 3.057/01 - Art. 8º São considerados sistematicamente importantes pelo Banco Central do Brasil: I - os sistemas de liquidação de transações com ativos financeiros, títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras, independentemente do valor individual de cada transação e do giro financeiro diário [...]

¹⁶ Circular Bacen nº 3.057/01 - Art. 11-A. A câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação de transações com ativos financeiros, títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras que opere sistema de liquidação de operações negociadas em mercados de bolsa deve: I - assumir a posição de parte contratante para fins de liquidação das obrigações, realizada por seu intermediário, ressalvado o risco de emissor; e II - assegurar a liquidação das obrigações relativas às operações aceitas, constituindo patrimônio especial e adotando mecanismos e salvaguardas adequados, tais como: a) definição de limites operacionais; b) instituição de mecanismos de compartilhamento de perdas entre os participantes; c) constituição de garantias pelos participantes; d) constituição de fundo de garantia de liquidação; e) contratação de seguro de garantia de liquidação; e f) contratação de linhas de crédito bancário. Parágrafo único. A adequação dos mecanismos e salvaguardas de que trata este artigo será avaliada pelo Banco Central do Brasil, caso a caso, conforme a natureza e as especificidades do sistema de liquidação a que digam respeito, exigindo-se diversificação na escolha de terceiros que ofereçam linhas de assistência de liquidez.

¹⁷ Circular Bacen nº 3.057/01 - Art. 25. As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação são supervisionados pelo Banco Central do Brasil, com foco nos valores, princípios e regras aplicáveis ao sistema de pagamentos. Parágrafo único. A supervisão poderá ser estendida a terceiros se estes realizarem, a critério do Banco Central do Brasil, etapas importantes relacionadas com as atividades-fim das entidades de que trata o caput, hipótese em que a extensão deverá constar dos contratos entre elas e os terceiros.

¹⁸ *Idem*.

Esse é o parâmetro de controle adotado, por exemplo, a Europa, onde a regulamentação aplicável aos depositários centrais determina expressamente que apenas serão aceitáveis critérios que limitem acesso na medida em que tenham por objetivo controle de um risco específico para o depositário central:

*“1. For each securities settlement system it operates a CSD shall have publicly disclosed criteria for participation which allow fair and open access for all legal persons that intend to become participants. Such criteria shall be transparent, objective, and non-discriminatory so as to ensure fair and open access to the CSD with due regard to risks to financial stability and the orderliness of markets. **Criteria that restrict access shall be permitted only to the extent that their objective is to justifiably control a specified risk for the CSD**”¹⁹*

A ACS entende que a limitação de tais pretendidas competências da BM&FBovespa, no contexto acima, é especialmente relevante no presente cenário, em que entidade já demonstrou, mais de uma vez, estar disposta a se utilizar de seu poder de mercado (que se estende, inclusive sobre as atividades de autorregulação, conforme mencionado acima) para preservar seu monopólio, dificultando e evitando a entrada de concorrentes.

(c) Subjetividade e discricionariedade de determinados dispositivos

Observa-se que determinados dispositivos das minutas de normativos de acesso da BM&FBovespa contêm critérios de caráter extremamente subjetivo. Tais critérios conferem ampla discricionariedade à entidade administradora e estão em expressa violação ao disposto na Instrução CVM nº 541/13, que exige que os critérios de acesso aos serviços de depósito centralizado sejam objetivos.

O principal exemplo de tais dispositivos com redação aberta e subjetiva é o artigo 13 do Regulamento. Nos termos do referido artigo:

Art. 13 A autorização de acesso é concedida após concluído o processo de admissão, que se inicia por solicitação do requerente, e observa as regras e procedimentos estabelecidos neste regulamento e no manual de acesso da BM&FBovespa.

[..]

§5º O Comitê Técnico de Risco de Crédito pode solicitar ao requerente de autorização de acesso o envio de documentos, informações e esclarecimentos adicionais relacionados ao pedido de autorização de acesso, às atividades desenvolvidas pelo requerente e por outras entidades a ele ligadas, assim como documentos, informações e esclarecimentos adicionais sobre os sócios e administradores do

¹⁹ Artigo 53 da Regulation(EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council, de 23 de julho de 2014, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=en>

requerente e das entidades a ele ligadas, a exclusivo Critério do Comitê Técnico de Risco de Crédito.

*§6º O prazo de análise da requisição de autorização de acesso encaminhada à BM&FBOVESPA começa a contar somente a partir do momento em que o Comitê Técnico de Risco de Crédito deliberar que a documentação exigida para o processo de admissão foi devidamente apresentada pelo requerente e está completa, inclusive documentos, informações e esclarecimentos adicionais solicitados pelo Comitê Técnico de Risco de Crédito, **a seu exclusivo critério.***

*§7º O Comitê Técnico de Risco de Crédito encaminha ao Diretor Presidente as recomendações de sua análise sobre o pedido de autorização de acesso somente depois do envio, de forma completa, **a exclusivo critério do Comitê Técnico de Risco de Crédito, de todos os documentos, informações e esclarecimentos solicitados ao requerente.***

De acordo com o referido dispositivo proposto pela BM&FBovespa, ela teria total discricionariedade para exigir todo e qualquer tipo de informação e documentação adicional do requerente de acesso a seus serviços, inclusive sobre seus sócios, administradores e entidades a ele ligadas. Não bastasse a abusividade de tal faculdade, em si, a norma prevê ainda que o prazo de análise da requisição de acesso somente comece a contar a partir da apresentação da documentação, inclusive adicional, exigida pelo corpo técnico responsável.

Na prática, o artigo mencionado acima confere total liberdade para que a BM&FBovespa postergue indefinidamente a análise e concessão de acesso ao requerente. O potencial abuso permitido pelo dispositivo acima é especialmente preocupante no caso de pedido de acesso feito por entidades que sejam seus potenciais concorrentes em outros mercados – tal como no caso da ACS. Não haveria, na prática, qualquer forma de controle para que a BM&FBovespa utilizasse de tal discricionariedade para – tal como vem consistentemente fazendo nos últimos anos – evitar a entrada de concorrência nos segmentos onde atua, preservando seu monopólio.

O artigo 17 do Regulamento reforça, ainda mais, a discricionariedade conferida pelo dispositivo acima. De acordo com esse artigo, ao deliberar sobre a concessão de acesso ao requerente, o Conselho de Administração da BM&FBovespa pode solicitar a apresentação informações adicionais complementares e também condicionar a outorga de autorização de acesso ao cumprimento de requisitos e condições que ainda não tenham sido plenamente atendidos, dentro de determinado prazo a ser estabelecido pelo próprio Conselho²⁰.

²⁰ Art. 17 A análise técnica e recomendação do Comitê Técnico de Risco de Crédito são encaminhadas para avaliação do Diretor Presidente e, após a sua aprovação, para o Conselho de Administração da BM&FBOVESPA que pode: I - outorgar a autorização de acesso; II - solicitar a prestação de informações adicionais, as quais deverão ser apresentadas pelo requerente no prazo máximo de 30 (trinta) dias corridos, a contar da solicitação; e III - condicionar a outorga de autorização de acesso ao cumprimento de requisitos e condições que ainda não tenham sido plenamente atendidos, em prazo estabelecido pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA [...].

O artigo 18 do Regulamento pode ser citado como outro exemplo de dispositivo que contém redação ampla e subjetiva. O dispositivo estabelece os parâmetros de análise pelo Conselho de Administração para fins da outorga da autorização de acesso requerida, nos seguintes termos:

Art. 18 Para deliberar sobre a outorga da autorização de acesso, o Conselho de Administração da BM&FBOVESPA deve:

I - considerar o atendimento às exigências documentais, técnicas, operacionais, de auditoria e financeiras estabelecidas neste regulamento e no manual de acesso da BM&FBOVESPA, e também as exigências de apresentação de documentos e informações adicionais estabelecidas pelo Comitê Técnico de Risco de Crédito; e

II - zelar pelo controle e administração de riscos, segurança, integridade e credibilidade do sistema de negociação, da câmara, da central depositária, do sistema de registro e do sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA, tendo em vista sua exposição e de seus participantes.

A ACS entende que seria necessário estabelecer parâmetros de análise claros, objetivos e específicos para cada tipo de participante e em relação a cada uma das infraestruturas administradas pela BM&FBovespa.

Para além da segurança jurídica necessária ao tema, o estabelecimento de parâmetros claros e objetivos é essencial para que a entidade requerente possa, se for o caso, recorrer da decisão denegatória de acesso. É de se notar, nesse sentido, que o Regulamento estabelece grave penalidade para os requerentes que venham a ter seu pedido de acesso negado. O Regulamento prevê que, nesse caso, o requerente não pode dar início a qualquer novo processo de admissão nos 360 (trezentos e sessenta) dias corridos subsequentes à última decisão²¹. Portanto, é imperativo que tanto os critérios de admissão quanto os parâmetros de análise e decisão sobre a concessão de acesso sejam transparentes, objetivos, razoáveis, fundamentados, completos e claros.

Mesmo após obtida a autorização de acesso, há dispositivos no Regulamento que conferem amplo espaço para atuação discricionária por parte da BM&FBovespa. O artigo 24, por exemplo, prevê, de forma genérica, que a diretoria da BM&FBovespa poderá restringir direitos de participação ou de acesso à infraestrutura necessária à conexão aos ambientes e sistemas administrados pela BM&FBOVESPA, “por descumprimento de algum dos requisitos para manutenção de autorização de acesso”²².

²¹ Art. 19, §3º Caso a decisão denegatória da outorga da autorização de acesso não seja objeto de recurso ou caso tenha sido confirmada pela Assembleia Geral da BM&FBOVESPA, o requerente não pode dar início a qualquer novo processo de admissão nos 360 (trezentos e sessenta) dias corridos subsequentes à última decisão.

²² Art. 24 Sem prejuízo da competência da BSM para apurar e punir as infrações ao disposto neste regulamento, nas normas que o complementam ou na legislação e regulamentação aplicáveis, caberá à BM&FBOVESPA, observado o disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA: [...] II – restringir

Já o §1º do artigo 26 confere poderes ao Diretor Presidente para suspender cautelarmente a autorização de acesso de participantes, sem especificar de forma detalhada a hipóteses em que tal medida seria aplicável²³. Ademais, é importante observar que, embora haja previsão de tais poderes de suspensão cautelar na Instrução CVM nº 461/07, para fins do ambiente de negociação, não há disposição semelhante na Instrução CVM nº 541/13, para fins de aplicação aos participantes do depositário central.

De forma similar, o artigo 29 do Regulamento prevê a possibilidade de cancelamento da autorização de acesso em determinadas situações, as quais incluem hipóteses genéricas como o “descumprimento, pelo participante autorizado, dos requisitos para a admissão como participante autorizado e manutenção da autorização de acesso” e “descumprimento, pelo participante autorizado, das regras dispostas neste regulamento e nas demais normas emitidas pela BM&FBovespa”. Considerando que os próprios requisitos para admissão como participante autorizado têm caráter subjetivo, na prática, facultou-se excessiva discricionariedade BM&FBovespa para fins de determinação de uma possível violação de requisitos, que poderia levar à suspensão ou ao cancelamento da autorização de acesso do participante²⁴.

direitos de participação no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA ou de acesso à infraestrutura necessária à conexão aos ambientes e sistemas administrados pela BM&FBOVESPA, conforme classificação da autorização de acesso outorgada, por descumprimento de algum dos requisitos para manutenção de autorização de acesso; e [...] §2º Compete à Diretoria da BM&FBOVESPA responsável, por delegação do Diretor Presidente, a aplicação das sanções indicada nos incisos I e II deste artigo.

²³ Art. 26 A autorização de acesso pode ser suspensa, pela BM&FBOVESPA, em qualquer das seguintes hipóteses, observadas as regras e os procedimentos dispostos nos normativos da BM&FBOVESPA referentes ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária da BM&FBOVESPA, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA: I - descumprimento, pelo participante autorizado, dos requisitos para manutenção da autorização de acesso; e II - descumprimento, pelo participante autorizado, das regras dispostas neste regulamento e nas demais normas emitidas pela BM&FBOVESPA. §1º Compete ao Diretor Presidente da BM&FBOVESPA determinar, cautelarmente, a suspensão, a qual será deliberada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, conforme previsto no estatuto social da BM&FBOVESPA e no regulamento de acesso da BM&FBOVESPA. §2º As penalidades de suspensão e inabilitação temporária aplicadas por decisão da BSM são comunicadas ao Diretor Presidente, para que tome as medidas cabíveis nos ambientes, sistemas e mercados da BM&FBOVESPA. §3º A decisão do Diretor Presidente de proceder à suspensão da autorização de acesso deverá ser motivada e comunicada ao participante autorizado, e notificada imediatamente à BSM, à CVM e ao BCB. §4º Nos casos em que, por qualquer motivo, não for possível entrar em contato com o participante autorizado, a BM&FBOVESPA encaminhará as comunicações cabíveis por intermédio de mensagens e demais meios de comunicação com os mercados da BM&FBOVESPA.

²⁴ Art. 29 A autorização de acesso pode ser cancelada, pela BM&FBOVESPA, em qualquer das seguintes hipóteses, observadas as regras e os procedimentos de desligamento dispostos nos normativos da BM&FBOVESPA referentes ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA em que atue: I - durante o processo de admissão, após a outorga da autorização de acesso pela BM&FBOVESPA, se o participante autorizado não realizar a sua habilitação no prazo de 180 (cento e oitenta) dias corridos, contados da data da outorga da autorização de acesso, nos termos deste regulamento; II - inatividade do participante autorizado por período superior a 180 (cento e oitenta) dias corridos, observado o disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA; III -

(d) O processo de admissão de participantes

De acordo com a Instrução CVM nº 461/07, além de possuir competência para elaborar e aprovar as normas relativas à admissão, suspensão e exclusão de participantes, a BM&FBovespa, na qualidade de entidade administradora de mercado organizado, é também competente para aplicar tais regras e deliberar sobre a concessão de acesso²⁵.

Nesse contexto, as minutas de normativos de acesso da BM&FBovespa estabelecem que cabe ao seu Diretor Presidente a competência para analisar e, conforme o caso, aprovar o atendimento aos requisitos de cada grupo de mercados ou categoria de autorização de acesso requerida. A análise técnica é realizada por um comitê de assessoramento do Diretor Presidente, o Comitê Técnico de Risco de Crédito, que lhe encaminha suas recomendações por escrito, de acordo com o disposto no Manual²⁶.

A análise técnica e recomendação do Comitê Técnico de Risco de Crédito são encaminhadas para avaliação do Diretor Presidente e, após a sua aprovação, para o Conselho de

descumprimento, pelo participante autorizado, dos requisitos para a admissão como participante autorizado e manutenção da autorização de acesso; IV - descumprimento, pelo participante autorizado, das regras dispostas neste regulamento e nas demais normas emitidas pela BM&FBOVESPA; V - impossibilidade do regular desenvolvimento das atividades pelo participante autorizado, incluindo dissolução societária, intervenção, liquidação, recuperação judicial e recuperação extrajudicial, bem como quaisquer restrições, impostas por terceiros ou espontâneas, que afetem a atuação do participante autorizado nos ambientes, sistemas e mercados da BM&FBOVESPA; VI - em razão do não pagamento pelo participante autorizado, por 30 (trinta) dias consecutivos, dos custos e encargos necessários à manutenção da autorização de acesso e ao exercício regular de suas atividades nos ambientes, sistemas e mercados da BM&FBOVESPA, independentemente de constituição em mora; e VII - por solicitação escrita do participante autorizado à BM&FBOVESPA, observado o disposto neste regulamento e no manual de acesso da BM&FBOVESPA. §1º Compete ao Comitê Técnico de Risco de Crédito a análise técnica do cancelamento da autorização de acesso, cujo parecer será encaminhado para avaliação do Diretor Presidente e posterior encaminhamento da recomendação de cancelamento da autorização de acesso para deliberação do Conselho de Administração da BM&FBOVESPA. §2º Compete ao Conselho de Administração da BM&FBOVESPA deliberar sobre o cancelamento da autorização de acesso, quando tal cancelamento não for por solicitação do próprio participante autorizado. §3º A decisão de proceder ao cancelamento da autorização de acesso deverá ser motivada e comunicada ao participante autorizado, e notificada imediatamente à BSM, à CVM e ao BCB. §4º No caso de cancelamento da autorização de acesso por inatividade do participante autorizado, a BM&FBOVESPA comunica-lhe com 30 (trinta) dias corridos de antecedência, contados da data prevista para o cancelamento, prazo no qual o participante autorizado pode: (i) retomar suas atividades, afastando o cancelamento, (ii) justificar a inatividade ou (iii) interpor recurso. §5º Nos casos em que, por qualquer motivo, não for possível entrar em contato com o participante autorizado, a BM&FBOVESPA encaminha as comunicações cabíveis por intermédio de mensagens e demais meios de comunicação com os mercados da BM&FBOVESPA.

²⁵ ICVM 461/07 - Art. 70. A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado de bolsa depende de autorização da entidade administradora. Art. 104. A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado de balcão organizado depende de autorização da entidade administradora, aplicando-se o disposto nos arts. 71 e 72.

²⁶ Vide artigo 13 do Regulamento.

Administração da BM&FBovespa, a quem cabe deliberar sobre a outorga de autorização de acesso²⁷.

Caso haja uma decisão denegatória de acesso pelo Conselho de Administração, cabe recurso à Assembleia Geral da BM&FBovespa, apreciado inicialmente pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, que pode reconsiderar sua decisão²⁸.

Como se pode perceber, o processo de análise e deliberação sobre acesso está integralmente alocado na própria BM&FBovespa, não havendo participação relevante da entidade de autorregulação (ainda que hoje pertencente à própria BM&FBovespa) ou da CVM, nem mesmo como instância recursal.

A propósito, é de se notar que a versão atualmente em vigor do Regulamento outorga aos participantes o direito geral de recurso à entidade de autorregulação da BM&FBovespa, a BSM (BM&FBovespa Supervisão de Mercados)²⁹. No entanto, a minuta do Regulamento atualmente submetida à aprovação dos órgãos reguladores pretende excluir tal dispositivo, alocando, de forma definitiva, toda e qualquer decisão, inclusive relacionada a acesso, integralmente na própria BM&FBovespa, sem qualquer forma de controle externo específico.

Pelas mesmas razões já explicitadas no item 2.2, acima, a ACS entende que há conflito de interesses nessa alocação de competências e a existência de procedimento de admissão, sem qualquer forma de controle ou revisão externa, abre perigoso espaço para que haja indevida interferência dos interesses comerciais da BM&FBovespa. Conforme já afirmado, a preocupação com o assunto se torna ainda mais significativa quando se trata do tema de acesso a estrutura essencial controlada por monopolista verticalizado em mercados relacionados, tal como a BM&FBovespa em relação ao serviço de depósito centralizado.

Conforme já explicado, o monopolista possui incentivos perversos para perpetuar seu monopólio, adotando, sempre que possível, medidas para evitar ou postergar a entrada de concorrência. Portanto, alocar a competência de decisão sobre a concessão de acesso no próprio monopolista, sem qualquer forma de controle externo específico, não parece fazer sentido.

Aliás, atenção ainda mais especial deveria ser dada ao assunto, uma vez que a BM&FBovespa vem, de fato, há anos, adotando comportamentos anticoncorrenciais, e o seu próprio Diretor Presidente – que é exatamente a pessoa responsável por deliberar sobre o atendimento aos requisitos de acesso, inclusive por potenciais concorrentes – já deu diversas declarações públicas que revelam um absurdo contentamento com a ausência de concorrência e uma postura inadequadamente agressiva perante os potenciais entrantes³⁰.

²⁷ Vide artigo 17 do Regulamento.

²⁸ Vide artigo 19 do Regulamento

²⁹ Vide artigo 22, III, do Regulamento datado de 18 de agosto de 2014.

³⁰ “BMF-Bovespa contra-ataca Bolsa de Nova York”, 1.12.2011, disponível em <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2011/12/01/bmfbovespa-contra-ataca-bolsa-de-nova-york/>

“É claro que apoiamos que exista concorrência, mas facilitar, nós não vamos”. Foi assim que Edemir Pinto, presidente da BM&FBovespa, resumiu sua opinião sobre a presença de uma nova bolsa operando no Brasil. Segundo ele, a preocupação com uma possível concorrente é “zero”.

[...]

“Quando fizemos a fusão da BM&F com a Bovespa, já nascemos como uma empresa preparada para isso”, disse Edemir Pinto sobre a concorrência.”

(“Não vamos facilitar a concorrência”, diz Edemir Pinto, 4.7.2012, Revista Exame³¹)

Assim, a ACS entende que deveriam ser implementadas salvaguardas adequadas e necessárias para evitar que o conflito de interesses existente na atuação da BM&FBovespa interfira no processo de admissão de participantes.

Minimamente, em linhas com práticas adotadas internacionalmente, é necessário estabelecer um prazo máximo para que a BM&FBovespa forneça uma resposta definitiva sobre o pedido de acesso a seus sistemas. Atualmente, o Regulamento prevê apenas um prazo máximo de 60 dias para análise da documentação³², mas não estabelece período máximo para que se tenha uma decisão final sobre o pedido de acesso.

Além disso, conforme já mencionado, nos termos propostos pela BM&FBovespa, esse prazo somente começa a correr a partir do momento em que, a seu exclusivo critério, toda a documentação tenha sido entregue pelo requerente, inclusive documentação adicional não prevista nos normativos. Assim, o estabelecimento de um prazo máximo, que comece a correr a partir do momento em que um pedido de acesso seja apresentado, seria essencial para evitar possíveis abusos por parte da BM&FBovespa.

Adicionalmente, a ACS entende eventual decisão denegatória de acesso por parte da BM&FBovespa deve vir acompanhada de um análise compreensiva de risco, que tenha dado base a tal decisão.

Ademais, deve haver possibilidade de controle específico por parte dessa d. CVM sobre o processo de admissão da BM&FBovespa. Esse controle poderia ser feito, por exemplo, por

³¹ “A concorrência perdeu o bonde, diz presidente da BM&FBovespa”, Revista Exame, 9.5.14, disponível em <http://exame.abril.com.br/mercados/a-concorrenca-perdeu-o-bonde-diz-presidente-da-bm-fbovespa/>

³² “Concorrência entre clearings é improvável, diz Edemir Pinto”, Revista Exame, 14.2.2014, disponível em <http://exame.abril.com.br/mercados/concorrenca-entre-clearings-e-improvavel-diz-edemir-pinto/>

³¹ Disponível em <http://exame.abril.com.br/mercados/nao-vamos-facilitar-a-concorrenca-diz-edemir-pinto/>

³² Art. 15 A BM&FBovespa analisa, em até 60 (sessenta) dias corridos, a documentação apresentada pelo requerente no processo de admissão, observado o disposto no artigo 13.

meio de recurso da decisão denegatória de acesso. Esse é o modelo adotado, por exemplo, na Europa, onde a regulamentação específica prevê os mecanismos mencionados acima³³:

“[...] 2. When a party submits a request for access to another party in accordance with paragraph 1, such request shall be treated promptly and a response to the requesting party shall be provided within three months.

3. The receiving party shall deny access only where such access would affect the smooth and orderly functioning of the financial markets or cause systemic risk. It shall not deny a request on the grounds of loss of market share.

A party that refuses access shall provide the requesting party with full written reasons for such refusal based on a comprehensive risk assessment. In the case of a refusal, the requesting party has the right to complain to the competent authority of the party that has refused access.

*The competent authority of the receiving party and the relevant authority referred to in point (a) of Article 12(1) shall duly examine the complaint by assessing the reasons for refusal and **shall provide the requesting party with a reasoned reply.***

[...]

Where the refusal by a party to grant access is deemed to be unjustified, the responsible competent authority shall issue an order requiring that party to grant access to its services within three months.” (grifos nossos)

A ACS entende que adoção de tais mecanismos é necessária e adequada no caso das regras de acesso aos serviços de depósito centralizado da BM&FBovespa.

Agradecemos desde já a atenção dispensada e colocamo-nos à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

Americas Clearing System S.A.

³³Artigo 53 da Regulation(EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council, de 23 de julho de 2014, disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=en>



Anexo IV

Tabelas com comentários aos dispositivos das minutas do Regulamento e do Manual de Acesso da B3

Regulamento de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>Art. 10 A outorga de autorização de acesso pela BM&FBOVESPA e a sua manutenção considera a organização e os recursos humanos, financeiros e técnicos do requerente, bem como a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.</i></p>	<p>Embora tais requisitos possam ser admissíveis para determinados participantes das infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, entendemos que, em vista da expressa gradação prevista pela regulamentação em vigor, em particular pela Instrução CVM nº 541/13, não seria possível prever a possibilidade de sua aplicação de forma indistinta e genérica aos participantes da depositária central que sejam IMF. Ademais, tais requisitos são verificados no âmbito do processo de autorização do Bacen.</p>	<p>Excluir expressamente a aplicação de tal dispositivo aos participantes da depositária central que sejam IMF.</p>
<p><i>Art. 11 Os requerentes de autorização de acesso pela BM&FBOVESPA devem atender aos seguintes requisitos mínimos para sua outorga, observando-se o disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA:</i></p> <p><i>[...].</i></p> <p><i>II - requisitos de capital, liquidez e outros relacionados à sua situação econômico-financeira e ao depósito de garantias, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida;</i></p> <p><i>III - requisitos operacionais e de estrutura funcional, organizacional e de governança;</i></p> <p><i>IV - requisitos técnicos e de segurança de informações, padrões mínimos de infraestrutura tecnológica e de comunicação, e controles</i></p>	<p>Embora tais requisitos possam ser admissíveis para determinados participantes das infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, entendemos que, em vista da expressa gradação prevista pela regulamentação em vigor, em particular pela Instrução CVM nº 541/13, não seria possível prever a possibilidade de sua aplicação de forma indistinta e genérica aos participantes da depositária central que sejam IMF. Ademais, tais requisitos são verificados no âmbito do processo de autorização do Bacen.</p>	<p>Excluir expressamente a aplicação de tal dispositivo aos participantes da depositária central que sejam IMF. Estabelecer, para as IMF, tão somente requisitos objetivos e mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, em linha com o previsto no artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13.</p>

Regulamento de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>operacionais adequados ao exercício de suas atividades;</i> <i>[...]</i> <i>VIII - atendimento aos requisitos do Programa de Qualificação Operacional - PQO da BM&FBOVESPA, conforme regulamentação específica;</i> <i>IX - submissão às regras e aos procedimentos de fiscalização, supervisão e auditorias da BM&FBOVESPA e BSM;</i> <i>X - submissão às regras e aos procedimentos de fiscalização, supervisão e auditorias da BM&FBOVESPA e BSM;</i> <i>X - requisitos de desempenho, conforme o caso, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida [...].</i> <i>Art. 11 (reproduzido acima)</i> <i>[...]</i> <i>4º Os profissionais dos participantes autorizados que atuem em seu nome no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA devem ser certificados pela BM&FBOVESPA, conforme disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA.</i></p>		

Regulamento de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>Art. 10 ao art. 19 – dispositivos referentes a Requisitos para Outorga de Acesso</i></p>	<p>O processo de admissão aplicável às IMF deve consistir em simples procedimento de habilitação, não admitindo recusa de acesso – uma vez atendidos eventuais requisitos relacionados ao controle e administração de riscos e à proteção da integridade de seus sistemas, os quais, nos termos da Instrução CVM nº 541/13, deverão ser objetivos e estar previamente publicados, inclusive no <i>site</i> da B3.</p>	<p>Estabelecer, para as IMF, tão somente requisitos objetivos e mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, em linha com o previsto no artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13, bem como procedimento simplificado de entrega de documentos e recebimento de autorização de acesso.</p>
<p><i>Art. 20 Uma vez outorgada a autorização de acesso ao participante autorizado, e realizada sua habilitação, este pode iniciar suas atividades no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA, de acordo com a classificação da autorização de acesso outorgada.</i> <i>[...]</i></p> <p>§2º <i>A habilitação contempla, observando o disposto no manual de acesso da BM&FBOVESPA:</i> <i>[...]</i></p> <p>I <i>- os procedimentos técnicos e operacionais, a verificação e a certificação, pela BM&FBOVESPA, das condições necessárias à regular atuação do</i></p>	<p>Embora tais requisitos possam ser admissíveis para determinados participantes das infraestruturas administradas pela BM&FBovespa, entendemos que, em vista da expressa gradação prevista pela regulamentação em vigor, em particular pela Instrução CVM nº 541/13, não seria possível prever a possibilidade de sua aplicação de forma indistinta e genérica aos participantes da depositária central que sejam IMF. Entendemos que, de acordo com a Instrução CVM nº 541/13, os incisos II e III não podem ser aplicados às IMF e o inciso I deve ser específico com relação aos procedimentos técnico e operacionais, certificação e condições necessárias à regular atuação da IMF.</p>	<p>Excluir, para as IMF, os incisos II e III e estabelecer, no inciso I, especificamente para as IMF, tão somente requisitos objetivos e mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, em linha com o previsto no artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13.</p>

Regulamento de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>requerente como participante autorizado do sistema de negociação, da câmara, da central depositária, do sistema de registro e do sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA, de acordo com a classificação de sua autorização de acesso;</i></p> <p>II - o depósito de garantias pelo requerente, que pode variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida; e</p> <p>III - o depósito pelo requerente, conforme o caso, de contribuições ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).</p>		
<p><i>Capítulo IV - Sanções</i></p> <p><i>Capítulo V - Suspensão de Autorização de Acesso</i></p> <p><i>Capítulo VI – Cancelamento da Autorização de Acesso</i></p>	<p>Essas seções preveem, de forma genérica e indistinta, possibilidade de restrição, suspensão e cancelamento, pela B3, de direitos de participação ou de acesso à infraestrutura necessária à conexão aos ambientes e sistemas por ela administrados, conferindo amplo espaço para atuação discricionária da BM&FBovespa. No caso das IMF, eventuais possibilidades de restrições devem ser limitadas e objetivamente descritas. Observamos que esse tipo de restrição pode gerar risco sistêmico, no caso das IMF, tendo em vista a natureza de suas atividades, e suas implicações para os demais participantes do mercado.</p>	<p>Prever de maneira clara, objetiva e detalhada as situações específicas em que os direitos de participação ou de acesso poderão ser restringidos, suspensos ou cancelados no caso das IMF. Lembramos que tais sanções somente poderão ser aplicadas em função de descumprimento dos requisitos objetivos e mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas, em linha com o previsto no artigo 39, III da ICVM 541, e apenas com autorização prévia do Banco Central.</p>

Regulamento de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>Art. 26 A autorização de acesso pode ser suspensa, pela BM&FBOVESPA, em qualquer das seguintes hipóteses, observadas as regras e os procedimentos dispostos nos normativos da BM&FBOVESPA referentes ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária da BM&FBOVESPA, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela BM&FBOVESPA: [...]</i></p> <p><i>§1º Compete ao Diretor Presidente da BM&FBOVESPA determinar, cautelarmente, a suspensão, a qual será deliberada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, conforme previsto no estatuto social da BM&FBOVESPA e no regulamento de acesso da BM&FBOVESPA.</i></p>	<p>Embora haja previsão de tais poderes de suspensão cautelar na Instrução CVM nº 461/07, para fins do ambiente de negociação, não há disposição semelhante na Instrução CVM nº 541/13, para fins de aplicação aos participantes do depositário central.</p>	<p>Excluir expressamente o direito do Diretor Presidente de suspender cautelarmente a autorização de acesso no caso das IMF.</p>

Manual de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<p><i>2.13 Comitê Responsável pela Análise de Admissão de Participantes Autorizados</i></p> <p><i>O Comitê Técnico de Risco de Crédito é o comitê da BM&FBOVESPA responsável, dentre outras atividades, por analisar o relatório técnico contendo a solicitação de outorga de autorização de acesso, recebido da Central de Cadastro de Participantes da BM&FBOVESPA e os demais documentos e informações a ele pertinentes, bem como emitir recomendação pela aprovação ou rejeição do pedido.</i></p> <p><i>A Central de Cadastro de Participantes da BM&FBOVESPA é responsável pela elaboração do relatório técnico referente a cada pedido de outorga de autorização de acesso para posterior envio ao Comitê Técnico de Risco de Crédito, devendo compilar no relatório:</i></p>	<p>O processo de admissão aplicável às IMF deve consistir em simples procedimento de habilitação, não admitindo recusa de acesso. Há obrigação de contratar os Serviços de CSD, que têm natureza similar à de <i>essential facility</i>, de forma que a celebração do contrato e o início da prestação de serviços não pode estar condicionada a eventuais outros procedimentos externos à relação contratual.</p>	<p>A redação do dispositivo é ampla e abre margens para arbitrariedades. Devem ser previstos, para as IMF, de forma expressa no manual, somente critérios específicos e objetivos que não extrapolem os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13.</p>
<p><i>2.7.2. Elegibilidade</i> <i>[...]</i> <i>A outorga de autorização de acesso para uso da câmara e da central depositária da BM&FBOVESPA dependerá, ainda, da celebração de contrato de prestação de serviços próprio com a BM&FBOVESPA, contemplando condições técnicas, operacionais e de controles de riscos específicas, em função da natureza do serviço a ser prestado [...].</i></p>	<p>O processo de admissão aplicável às IMF deve consistir em simples procedimento de habilitação, não admitindo recusa de acesso. Há obrigação de contratar os Serviços de CSD, que têm natureza similar à de <i>essential facility</i>, de forma que a celebração do contrato e o início da prestação de serviços não pode estar condicionada a eventuais outros procedimentos externos à relação contratual. Todos os requisitos, termos e condições de contratação devem estar previstos no</p>	<p>Ajustar redação do dispositivo de modo a refletir os comentários ao lado.</p>

Manual de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
	respectivo instrumento contratual. Lembramos que, nos termos do artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13, as regras de acesso para IMF somente podem contemplar requisitos objetivos e mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas.	
<p>2.7.3. <i>Requisitos econômicos e financeiros;</i> 2.7.4. <i>Requisitos Operacionais e Funcionais; e</i> 2.7.5. <i>Requisitos Técnicos e de Segurança da Informação.</i></p>	<p>Os requisitos de acesso para infraestruturas de mercado extrapolam os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13, Tais requisitos de acesso devem estar relacionados apenas ao controle e administração de riscos e de proteção da integridade dos sistemas, nos termos do artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13.</p> <p>Requisitos de acesso específicos para infraestruturas de mercado devem ser estipulados de maneira objetiva e detalhada e somente seriam admissíveis com base em justificativas razoáveis relacionadas a riscos operacionais envolvidos na relação de participação da infraestrutura de mercado na depositária central da BM&FBovespa.</p>	Sem prejuízo dos comentários aos itens abaixo, devem ser estipulados, para as IMF, somente critérios específicos e objetivos que não extrapolem os limites estabelecidos pela Instrução CVM nº 541/13.
<p>2.7.4. <i>Requisitos Operacionais e Funcionais</i></p> <p><i>A instituição requerente de outorga de autorização de acesso para uso da câmara e da central depositária da BM&FBOVESPA deve atender aos requisitos operacionais, funcionais, tecnológicos, bem como os devidos mecanismos para fins de controle e administração de riscos e</i></p>	<p>Não foram especificados os requisitos Operacionais, Funcionais e Tecnológicos no Manual de Acesso que seriam aplicáveis e o assunto foi remetido para o Contrato, que também não prevê específica e expressamente tais requisitos. Deve ser observada isonomia de tratamento com relação às unidades de negócio da própria B3 quanto a tais requisitos.</p>	Incluir, de forma expressa e específica, os requisitos aplicáveis às IMF.

Manual de Acesso		
Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<i>de proteção da integridade de ambos os sistemas, os quais são estabelecidos contratualmente com a instituição requerente, de acordo com os serviços utilizados [...].</i>		
<p>2.7.4. Requisitos Operacionais e Funcionais [...]</p> <p><i>Uma vez outorgada a autorização de acesso, o atendimento permanente aos requisitos estabelecidos contratualmente são condição necessária para manutenção da autorização de acesso pela infraestrutura de mercado, que se submeterá a procedimento de verificação por auditor independente registrado perante a CVM, responsável por atestar o atendimento desses requisitos [...].</i></p>	Não foi especificada a periodicidade de emissão do relatório de auditoria.	Especificar a periodicidade e responsabilidades pela contratação e emissão do relatório.
<p>2.7.5. Requisitos Técnicos e de Segurança da Informação</p> <p><i>A infraestrutura de mercado requerente de outorga de autorização de acesso para uso da câmara e da central depositária da BM&FBOVESPA deve:</i></p> <p><i>(i) Cumprir os requisitos técnicos e de segurança da informação estabelecidos em contrato específico a ser celebrado de acordo com os serviços utilizados, inclusive em função da identificação de riscos operacionais, de administração de risco e tecnológicos específicos</i></p>	Não foram especificados os requisitos técnicos e de Segurança da Informação e o assunto foi remetido para o contrato, que também não os prevê expressamente.	Incluir, de forma expressa e específica, os requisitos e processos aplicáveis às IMF.

Manual de Acesso		
Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<i>decorrentes das atividades desempenhadas pela infraestrutura de mercado, suas particularidades técnicas e do tipo de autorização de acesso requerida [...]</i>		
<p>2.7.5. <i>Requisitos Técnicos e de Segurança da Informação</i> A infraestrutura de mercado requerente de outorga de autorização de acesso para uso da câmara e da central depositária da BM&FBOVESPA deve: [...] (ii) Manter quadro de funcionários, consultores e/ou prestadores de serviço, em número suficiente, e com a qualificação/capacitação profissional necessária para o adequado desenvolvimento de suas atividades;</p>	Requisito que não pode ser aplicado à IMF pela B3, uma vez que já será analisado no âmbito do processo de autorização perante o Bacen e monitorado por tal autoridade. Notamos que, ademais, a redação do dispositivo é extremamente aberta e subjetiva, dando margem para abusividades e discricionariedades.	Excluir a aplicação de tal requisito para as IMF.
<p>2.11.2 <i>Suspensão e Cancelamento de Autorização de Acesso</i> [...] Por razões prudenciais a BM&FBOVESPA poderá suspender cautelarmente a autorização de acesso, por prazo máximo de 90 (noventa) dias corridos [...].</p>	Embora haja previsão de tais poderes de suspensão cautelar na Instrução CVM nº 461/07, para fins do ambiente de negociação, não há disposição semelhante na Instrução CVM nº 541/13, para fins de aplicação aos participantes do depositário central. Lembramos que a restrição de direitos da IMF pode gerar risco sistêmico.	Excluir expressamente o direito de suspender cautelarmente a autorização de acesso no caso das IMF.
<p>6.1. <i>Atualização de Dados Cadastrais Próprios e Prestação de Informações à BM&FBOVESPA</i> [...]</p>	Requisito não aplicável para IMF. Nos termos do artigo 39, III da Instrução CVM nº 541/13, as regras de acesso para IMF somente podem contemplar requisitos objetivos e mecanismos considerados	Excluir aplicação de tal obrigação para as IMF.

Manual de Acesso

Redação do Dispositivo	Observação	Recomendação
<i>O participante deve comunicar à Central de Cadastro de Participantes da BM&FBOVESPA qualquer evento que caracterize a inobservância de requisitos de conduta do participante ou, quando aplicável, de seus sócios e de seus administradores, cabendo à BM&FBOVESPA adotar as medidas que julgar necessárias, observado o disposto neste manual [...].</i>	adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas.	



Anexo V

Tabelas com considerações às minutas do Regulamento e Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária.

Regulamento da Central Depositária

1. Instrução de transferências de ativos para fins de liquidação de operações	
Redação do Dispositivo	<p><i>Art. 20 - A movimentação de ativos é efetuada somente por instrução dos agentes de custódia, em nome próprio ou de comitentes sob sua responsabilidade, e por instrução de infraestruturas de mercado, conforme o caso, observados os horários, prazos, procedimentos e condições estabelecidos no manual de procedimentos operacionais da central depositária da BM&FBOVESPA.</i></p> <p><u>Tratamento conferido à B3:</u></p> <p><i>§3º - O agente de custódia, em nome próprio ou de comitentes sob sua responsabilidade, pode instruir à central depositária da BM&FBOVESPA, por meio de prévias instruções à câmara e ao ambiente de registro, a realização de transferências de ativos para fins de liquidação de operações, observado o disposto nos regulamentos da câmara e do ambiente de registro.</i></p> <p><i>§4º - Para que ocorra a instrução de transferências de ativos para fins de liquidação de operações, nos termos do parágrafo anterior, o agente de custódia, ao aderir aos normativos da central depositária da BM&FBOVESPA, outorga poderes específicos à câmara e ao ambiente de registro para que esses solicitem à central depositária da BM&FBOVESPA a efetivação das transferências mencionadas, nos termos deste regulamento e do manual de procedimentos operacionais da central depositária da BM&FBOVESPA, bem como dos regulamentos e dos manuais de procedimentos operacionais da câmara e do ambiente de registro."</i></p> <p><u>Tratamento conferido às outras IMF:</u></p> <p><i>§5º - A infraestrutura de mercado pode instruir à central depositária da BM&FBOVESPA a realização de transferências de ativos para fins de liquidação de operações, observado o disposto no manual de procedimentos operacionais da central depositária da BM&FBOVESPA e no contrato específico de prestação desse serviço celebrado com a BM&FBOVESPA.</i></p> <p><i>§6º - Para que ocorra a instrução de transferências de ativos para fins de liquidação de operações, nos termos do parágrafo anterior, a infraestrutura de mercado e o agente de custódia, em nome próprio ou de comitentes sob sua responsabilidade, instruem e confirmam, conforme o caso, a efetivação das transferências mencionadas, conforme disposto neste regulamento e no manual de procedimentos operacionais da central depositária da BM&FBOVESPA."</i></p>
Observação	<p>As instruções de transferência para fins de liquidação de operações devem ser enviadas à CSD pela IMF responsável pela compensação e liquidação, com base em poderes outorgados pelo agente de custódia, e não por este diretamente. Este é exatamente o tratamento conferido à <i>clearing</i> da B3, à qual permite-se que envie as instruções de movimentação com base em poderes outorgados pelos agentes de custódia. Esse tratamento não foi replicado para as demais IMF. Para estas, o regulamento prevê que as instruções de movimentação devem ser enviadas diretamente pelos agentes de custódia. Além de carecer de sentido</p>

	- uma vez que a IMF é a responsável pela liquidação das operações - não há isonomia no tratamento conferido às IMF, em relação às práticas adotadas internamente pela B3.
Recomendação	Deve ser conferido tratamento isonômico às IMF, que não poderá ser discriminatório com relação ao tratamento dado pela CSD à própria <i>clearing</i> da B3. A CSD deve aceitar as instruções de transferência de ativos realizadas pelas IMF, com base em poderes outorgados pelos agentes de custódia, de acordo com os procedimentos previstos nos seus respectivos regulamentos.

2. Retirada de Ativos

Redação do Dispositivo	Art. 14 §1º - <i>O descumprimento de quaisquer requisitos, condições, prazos ou determinações da BM&FBOVESPA estabelecidas nesse regulamento e no manual de procedimentos operacionais da central depositária da BM&FBOVESPA pode acarretar a adoção de medidas coercitivas inclusive, conforme o caso:</i> <i>I - o cancelamento da autorização para admissão de ativos ao depósito centralizado, com a retirada, para os registros do emissor, dos ativos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA; e</i>
Observação	Falta de informação quanto a comunicação/consulta às IMFs em caso de retirada de ativos.
Recomendação	Dever ser incluída previsão de que a retirada de ativos pela CSD somente ocorrerá de tal modo que não prejudique as operações de liquidação das IMF e que, em qualquer caso, as IMF serão notificadas, com antecedência razoável, sobre a retirada de ativos a ser realizada.

3. Deveres da IMF

Redação do Dispositivo	Art. 42- <i>São deveres da infraestrutura de mercado:</i> <i>VIII – promover a transferência de ativos, mediante instrução ou autorização, para viabilizar a liquidação de suas operações, com base em informações recebidas diretamente de seus participantes e comitentes, nos termos da legislação em vigor;</i>
Observação	A IMF é a entidade responsável por coordenar a liquidação das operações, nos termos da regulamentação em vigor, respondendo, inclusive financeiramente, por eventuais inadimplementos no pagamento ou na entrega de ativos. A transferência de titularidade, que compõe a perna física da liquidação de operações, é operacionalizada na depositária central, por meio de instruções enviadas pela IMF, e não diretamente dos participantes da CSD.

Recomendação	<p>Ajuste de redação nos seguintes termos:</p> <p><i>Art. 42 São deveres da infraestrutura de mercado:</i></p> <p>VIII – enviar instruções à depositária para que esta promova promova a transferência de ativos, mediante instrução ou autorização para fins da para viabilizar a liquidação de operações <u>sob sua responsabilidade, com base em informações recebidas diretamente de seus participantes e comitentes</u>, nos termos da legislação em vigor;</p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do Regulamento da CSD que também reflitam o aspecto indicado acima deverão ser ajustados.</p>
---------------------	---

4. Deveres da IMF

Redação do Dispositivo	<p><i>Art. 42 São deveres da infraestrutura de mercado:</i></p> <p>XX - <i>manter controles internos, rotinas e informações suficientes para garantir a integridade dos ativos e a sua correta movimentação entre contas;</i></p>
Observação	<p>Nos termos da regulamentação em vigor, a responsabilidade sobre a integridade dos ativos, bem como sobre a correta movimentação entre contas, é atribuição da própria CSD e não da IMF. A IMF é responsável tão somente pelas instruções de movimentação de ativos enviadas à CSD.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação nos seguintes termos:</p> <p>XX – manter controles internos, rotinas e informações suficientes para garantir a integridade dos ativos e a sua correta movimentação entre contas <u>responder pelas movimentações de ativos realizadas pela CSD que sejam realizadas em estrito cumprimento de suas instruções de transferência;</u></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do Regulamento da CSD que também reflitam o aspecto indicado acima deverão ser ajustados.</p>

5. Responsabilidade da depositária central

Redação do Dispositivo	<p><i>Art. 65 Cumpridos os deveres e obrigações que lhe são atribuídos neste regulamento, os participantes concordam que a BM&FBOVESPA não os indenizará ou a qualquer terceiro:</i></p> <p><i>IV - por atos de terceiros externos que afetem as atividades e o funcionamento da BM&FBOVESPA, não sendo responsável por quaisquer perdas, danos ou despesas decorrentes de falhas na infraestrutura tecnológica, linhas de comunicação, programas de computador ou bancos de dados dos participantes, bem como pelo mau uso dos sistemas da BM&FBOVESPA;"</i></p>
Observação	<p>A isenção de responsabilidade da CSD sobre os eventos descritos nesse item somente deve ocorrer em caso de ausência de culpa ou dolo da CSD. Lembramos que, nos termos do artigo 24 da Instrução CVM nº 541/13, a CSD responde pelos atos de terceiros contratados por si para desempenhar tarefas instrumentais ou acessórias às suas atividades.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação nos seguintes termos:</p> <p><i>Art. 65 Cumpridos os deveres e obrigações que lhe são atribuídos neste regulamento, os participantes concordam que a BM&FBOVESPA não os indenizará ou a qualquer terceiro:</i></p> <p><i>IV - por atos de terceiros externos <u>que não sejam contratados pela CSD</u> que afetem as atividades e o funcionamento da BM&FBOVESPA, <u>desde que não haja qualquer forma de culpa da CSD</u>, não sendo responsável por quaisquer perdas, danos ou despesas <u>causados diretamente por participantes, incluindo aquelas</u> decorrentes de falhas na infraestrutura tecnológica <u>de tais participantes, nas suas</u> linhas de comunicação, programas de computador ou bancos de dados, bem como pelo mau uso, <u>pelos participantes</u>, dos sistemas da BM&FBOVESPA, <u>desde que não envolva qualquer culpa ou dolo desta;</u>"</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do Regulamento da CSD que também reflitam o aspecto indicado acima deverão ser ajustados.</p>

6. Responsabilidade da depositária central

Redação do Dispositivo	<p>Art. 56 - A BM&FBOVESPA não indenizará os participantes por prejuízos decorrentes da adoção das medidas de emergência previstas em seus regulamentos, manuais e demais normas por ela editadas."</p>
Observação	<p>Os casos de isenção de responsabilidade devem estar baseados exclusivamente na ausência de culpa ou dolo.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação nos seguintes termos:</p>

Art. 56 *Exceto em caso de culpa ou dolo*, a BM&FBOVESPA não indenizará os participantes por prejuízos decorrentes da adoção das medidas de emergência previstas em seus regulamentos, manuais e demais normas por ela editadas."

Todos os eventuais demais dispositivos do Regulamento da CSD que também reflitam o aspecto indicado acima deverão ser ajustados.

Manual de Procedimentos Operacionais da Depositária Central

7. Instrução de transferências de ativos para fins de liquidação de operações	
Redação do Dispositivo	<p><u>Tratamento conferido à B3:</u></p> <p><i>4.2.3 A central depositária da BM&FBOVESPA pode aceitar instruções de transferências de ativos realizadas pela câmara e pelo ambiente de registro, em nome do agente de custódia, para fins de liquidação de operações, de acordo com os procedimentos previstos nos regulamentos da câmara e do ambiente de registro.</i></p> <p><u>Tratamento conferido às outras IMF:</u></p> <p><i>4.2.3.2 As transferências de ativos entre conta de depósito do comitente e conta de liquidação de ativos da infraestrutura de mercado são realizadas em tempo real, após a confirmação da infraestrutura de mercado ou do agente de custódia responsável pela conta de depósito, nas situações em que estiverem atuando como cessionários na transferência de ativos, desde que atendidas as condições de efetivação. As instruções de transferência de ativos não confirmadas ficam pendentes e são automaticamente canceladas ao término do dia.</i></p>
Observação	<p>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. Esse é exatamente o tratamento conferido à clearing da B3, no referido dispositivo, que não é replicado para as outras IMF.</p> <p>Para a B3, o MPO permite que as instruções de transferência para fins de liquidação de operações sejam enviadas diretamente pela sua <i>clearing</i>, em nome do agente de custódia, com base em poderes de representação previamente outorgados (vide Regulamento da CSD). No caso das IMF, o Manual não prevê essa possibilidade, exigindo que as instruções de movimentação de ativos das/para as contas de comitentes, para fins de liquidação de operações, sejam enviadas (no caso de débito) e/ou confirmadas (no caso de crédito) diretamente pelos agentes de custódia.</p>
Recomendação	<p>Deve ser conferido tratamento isonômico às IMF, que não poderá ser discriminatório com relação ao tratamento dado pela CSD à própria <i>clearing</i> da B3. A CSD deve aceitar as instruções de transferência de ativos para fins de liquidação de operações enviadas diretamente pelas IMF, de acordo com os procedimentos previstos nos seus respectivos regulamentos.</p> <p>Ajuste de redação do item 4.2.3 do MPO, nos seguintes termos:</p>

	<p>4.2.3 A central depositária da BM&FBOVESPA pode aceitar instruções de transferências de ativos realizadas pela câmara, pelas infraestruturas de mercado e pelo ambiente de registro, em nome do agente de custódia, para fins de liquidação de operações, de acordo com os procedimentos previstos nos regulamentos da câmara, das infraestruturas de mercado e do ambiente de registro.</p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>
--	---

8. Constituição de gravames sobre ativos em processo de liquidação	
Redação do Dispositivo	<p><u>Tratamento conferido à B3:</u></p> <p>5.1.5 - A constituição de gravames sobre ativos em processo de liquidação de operações realizado na BM&FBOVESPA em sua atuação como contraparte central é efetuada por instrução dos agentes de custódia, por meio dos sistemas da central depositária ou dos sistemas da câmara, baseado em solicitação formal do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras vinculadas ao gravame de ativos em processo de liquidação de operações realizado na BM&FBOVESPA em sua atuação como contraparte central.</p> <p><u>Tratamento conferido às outras IME:</u></p> <p>5.1.6 - A constituição de gravames sobre ativos em processo de liquidação de operações realizado pela infraestrutura de mercado em sua atuação como contraparte central é efetuada por instrução dos agentes de custódia, por meio dos sistemas da central depositária, baseado em solicitação do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para a carteira vinculada ao gravame de cobertura de venda de ativos em processo de liquidação de operações realizadas na infraestrutura de mercado.</p>
Observação	<p>A norma confere tratamento não isonômico à IMF, ao não 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 própria clearing na B3.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação do item 5.1.6 do MPO, nos seguintes termos:</p> <p>5.1.6 - A constituição de gravames sobre ativos em processo de liquidação de operações realizado pela infraestrutura de mercado em sua atuação como contraparte central é efetuada por instrução dos agentes de custódia, por meio dos sistemas da central depositária</p>

	<p><i>ou dos sistemas das infraestruturas de mercado, baseado em solicitação do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para a carteira vinculada ao gravame de cobertura de venda de ativos em processo de liquidação de operações realizadas na infraestrutura de mercado.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>
--	---

9. Tipos de carteiras de garantia em favor das IMF	
Redação do Dispositivo	<p><u>Tratamento conferido à B3:</u></p> <p><i>5.1.3 - A constituição de garantia para a câmara é efetuada por instrução dos agentes de custódia à central depositária da BM&FBOVESPA, baseado em solicitação formal do comitente sob responsabilidade do agente de custódia, por meio da transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras de garantia. Os ativos transferidos permanecem bloqueados para a câmara.”</i></p> <p><u>Tratamento conferido às outras IMF:</u></p> <p><i>5.1.4 - A constituição de garantia para infraestruturas de mercado é efetuada por instrução dos agentes de custódia à central depositária da BM&FBOVESPA, com base em solicitação do comitente sob responsabilidade do agente de custódia. Essa constituição de garantia é realizada por meio da transferência de ativos da carteira de livre movimentação para a carteira de garantia em favor da infraestrutura de mercado, após a confirmação da movimentação pela infraestrutura de mercado. Os ativos transferidos permanecem bloqueados em favor da infraestrutura de mercado.</i></p>
Observação	<p>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 depositária central da B3. Além disso, a estrutura de subcontas para recebimento antecipado de ativos para cobertura de operações liquidadas por meio da IMF deverá abranger carteiras para cobertura de todos os tipos de operações , tal como oferecido à própria <i>clearing</i> da B3, incluindo, empréstimo de ativos e bloqueio de OPA, por exemplo.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação do item 5.1.4 do MPO, nos seguintes termos:</p> <p><i>5.1.4 - A constituição de garantia para infraestruturas de mercado é efetuada por instrução dos agentes de custódia à central depositária da BM&FBOVESPA, com base em solicitação do comitente sob responsabilidade do agente de custódia. Essa constituição de garantia é realizada por meio da transferência de ativos da carteira de livre movimentação a para uma das carteiras de garantia</i></p>

	<p><i>em favor da infraestrutura de mercado, após a confirmação da movimentação pela infraestrutura de mercado. Os ativos transferidos permanecem bloqueados em favor da infraestrutura de mercado.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>
--	---

10. Bloqueio de ativos mantidos como lastro de operações compromissadas	
Redação do Dispositivo	<p><i>5.1.9 - A constituição do bloqueio de ativos mantidos em contas de depósito na central depositária da BM&FBOVESPA, que sirvam de lastro de operações compromissadas registradas nos ambientes de registro da BM&FBOVESPA, é efetuada por instrução dos agentes de custódia à central depositária da BM&FBOVESPA, por meio dos sistemas do ambiente de registro da BM&FBOVESPA, baseado em solicitação formal do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras vinculadas ao bloqueio de ativos mantidos como lastro de operações compromissadas.</i></p>
Observação	<p>O tratamento não é isonômico para as IMF. A depositária central da B3 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.</p>
Recomendação	<p>Ajuste de redação do item 5.1.9 do MPO, nos seguintes termos:</p> <p><i>5.1.9 - A constituição do bloqueio de ativos mantidos em contas de depósito na central depositária da BM&FBOVESPA, que sirvam de lastro de operações compromissadas registradas nos ambientes de registro da BM&FBOVESPA ou de infraestruturas de mercado, é efetuada por instrução dos agentes de custódia à central depositária da BM&FBOVESPA, por meio dos sistemas do ambiente de registro da BM&FBOVESPA ou da respectiva infraestrutura de mercado, baseado em solicitação formal do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras vinculadas ao bloqueio de ativos mantidos como lastro de operações compromissadas.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>

11. Liquidação de ETFs	
Redação do Dispositivo	<p><i>4.3.1 A liquidação de ETF seguem as regras e procedimentos da câmara, observados os diferentes modelos de emissão e cancelamento de cotas de ETFs oferecidos pela central depositária da BM&FBOVESPA, que possuem características específicas em relação à forma de liquidação das operações. Essas operações podem ser liquidadas por meio da liquidação bruta, isto é, sem a garantia de liquidação</i></p>

	<i>por parte da BM&FBOVESPA, ou, por meio da liquidação pelo saldo líquido multilateral, isto é, com a garantia de liquidação da operação pela BM&FBOVESPA, que atua em seu papel de contraparte central. Adicionalmente, os prazos de liquidação podem variar de acordo com a natureza dos ativos que compõem a cesta de emissão e cancelamento, observadas as regras e procedimentos da câmara.</i>
Observação	A previsão de liquidação de operações com ETF deve abranger tanto a B3 quanto as IMF. O tratamento não está isonômico.
Recomendação	<p>Ajuste de redação do item 4.3.1 do MPO, nos seguintes termos:</p> <p><i>4.3.1 A liquidação de ETF seguem as regras e procedimentos da câmara ou <u>da infraestrutura de mercado</u>, observados os diferentes modelos de emissão e cancelamento de cotas de ETFs oferecidos pela central depositária da BM&FBOVESPA, que possuem características específicas em relação à forma de liquidação das operações. Essas operações podem ser liquidadas por meio da liquidação bruta, isto é, sem a garantia de liquidação por parte da BM&FBOVESPA <u>ou da infraestrutura de mercado</u>, ou, por meio da liquidação pelo saldo líquido multilateral, isto é, com a garantia de liquidação da operação pela BM&FBOVESPA <u>ou da infraestrutura de mercado</u>, que atua em seu papel de contraparte central. Adicionalmente, os prazos de liquidação podem variar de acordo com a natureza dos ativos que compõem a cesta de emissão e cancelamento, observadas as regras e procedimentos da câmara ou <u>da infraestrutura de mercado</u>.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>

12. Procedimentos para liquidação de operações em que IMF não atua como contraparte central

Redação do Dispositivo	<p><i>5.1.7. Ativos em processo de liquidação sem contraparte central</i></p> <p><i>A constituição do bloqueio sobre ativos em processo de liquidação sem contraparte central é efetuada por instrução dos agentes de custódia, por meio dos sistemas da central depositária, dos sistemas da câmara ou do ambiente de registro, baseado em solicitação formal do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras vinculadas ao bloqueio de ativos em processo de liquidação.</i></p>
Observação	O Manual não prevê procedimento para liquidações de operações sem contraparte central das IMFs.
Recomendação	Ajuste de redação do item 5.7.1 do MPO, nos seguintes termos:

	<p>5.1.7. <i>Ativos em processo de liquidação sem contraparte central</i></p> <p><i>A constituição do bloqueio sobre ativos em processo de liquidação sem contraparte central é efetuada por instrução dos agentes de custódia, por meio dos sistemas da central depositária, dos sistemas da câmara <u>ou das infraestruturas de mercado</u> ou do ambiente de registro, baseado em solicitação formal do comitente sob sua responsabilidade, com a respectiva transferência de ativos da carteira de livre movimentação para uma das carteiras vinculadas ao bloqueio de ativos em processo de liquidação.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>
--	--

13. Constituição de gravame de indisponibilidade sobre ativos em ciclo de negociação

Redação do Dispositivo	<p>5.1.1 <i>No momento da constituição do gravame de indisponibilidade de bens, direitos e obrigações sobre os ativos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA, caso os ativos tenham sido objeto de operação de venda e se encontrem em ciclo de liquidação, será efetuada normalmente a compensação e a liquidação pela câmara, porém os recursos financeiros decorrentes da alienação desses ativos passarão a ser o objeto do gravame original.</i></p>
Observação	<p>O manual não disciplina a constituição de gravame de indisponibilidade sobre ativos em ciclo de liquidação, no caso de liquidação realizada por IMF, dispondo apenas para liquidação realizada pela câmara da B3.</p>
Recomendação	<p>Incluir as IMFs no dispositivo mencionado acima, nos termos abaixo, bem como incluir descrição de procedimento de comunicação para a retenção de recursos da venda de ativo objeto do gravame de indisponibilidade.</p> <p>5.1.1 <i>No momento da constituição do gravame de indisponibilidade de bens, direitos e obrigações sobre os ativos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA, caso os ativos tenham sido objeto de operação de venda e se encontrem em ciclo de liquidação, será efetuada normalmente a compensação e a liquidação pela câmara <u>ou pela infraestrutura de mercado</u>, porém os recursos financeiros decorrentes da alienação desses ativos passarão a ser o objeto do gravame original.</i></p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.</p>

14. Alterações nos processos de registro de ônus e gravames sem prévio aviso

Redação do Dispositivo	<p>5.1 [...] <i>A central depositária da BM&FBOVESPA poderá, a seu exclusivo critério, e de acordo com a legislação vigente, desenvolver novos fluxos para o registro de constituição, retificação, alteração e extinção de ônus, gravame, garantia e bloqueio sobre os ativos,</i></p>
-------------------------------	---

	<i>recursos financeiros provenientes de eventos corporativos e outros direitos e obrigações relativos a esses ativos mantidos em seu ambiente."</i>
Observação	Alterações operacionais na CSD podem ter impactos para as IMF. Nenhuma alteração poderá ser feita de forma a causar efeitos anticoncorrenciais, dificultar o acesso ou prejudicar as operações da IMF.
Recomendação	Prever que alterações deverão ser informadas com antecedência mínimas às IMF, devendo, ainda, ser concedido prazo de adaptação da IMF, caso seja necessário.

15. Fornecimento de informações sobre proventos pela CSD

Redação do Dispositivo	<i>7. A central depositária da BM&FBOVESPA fornece informações dos saldos de ativos depositados, as movimentações de ativos e sobre os eventos corporativos, tanto para os agentes de custódia, como para os comitentes, emissores, escrituradores, infraestruturas de mercado e autoridades judiciais e administrativas competentes, nos termos da legislação aplicável, que podem ser consultadas nos sistemas da central depositária da BM&FBOVESPA ou fornecidas no formato de arquivo, mensagens ou relatórios, e podem ser geradas de forma automática ou por demanda.</i>
Observação	A IMF deverá ter acesso aos eventos corporativos de todos os ativos depositados na central depositária
Recomendação	Incluir previsão sobre acesso irrestrito pelas IMF às informações sobre eventos corporativos dos ativos depositados no sistema de depositária central.

16. Informações sobre sistema de cadastro

Redação do Dispositivo	<i>7.3 As infraestruturas de mercado que possuem acesso à infraestrutura para troca de arquivos com a BM&FBOVESPA podem enviar e receber arquivos contendo informações referentes às movimentações e aos saldos dos ativos de sua conta de liquidação e dos ativos mantidos nas carteiras vinculadas ao gravame de garantias depositadas em favor de infraestruturas de mercado. Todas essas informações também estão disponíveis em relatórios, por meio de ferramenta disponibilizada pela central depositária da BM&FBOVESPA."</i>
Observação	Deve 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.

	Também deve haver mecanismos específicos para o envio de arquivo, pela depositária central da B3 à IMF contratante, para fins compartilhamento de informações sobre os ativos depositados e elegíveis à negociação por entidades administradoras de mercado.
Recomendação	Incluir previsão de tais mecanismos de coordenação e cooperação para integridade de dados cadastrais.

17. Retirada geral de ativos – não negociação em mercados organizados	
Redação do Dispositivo	<p><i>4.2.2 A central depositária da BM&FBOVESPA poderá, a seu critério, efetuar o processo de retirada geral de ativos, com a correspondente transferência do saldo total de ativos de sua titularidade fiduciária para seus respectivos comitentes titulares, diretamente nos registros mantidos pelo emissor, ou, conforme o caso, pelo escriturador por ele contratado, nos casos em que:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>o ativo deixe de ser negociado na BM&FBOVESPA;</i>
Observação	Não pode ser instruída a retirada de ativos pela central depositária se os ativos forem negociados em outros mercados organizados de valores mobiliários, ainda que não administrados pela B3. Além disso, 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.
Recomendação	<p>Ajuste de redação do item 4.2.2 do MPO, nos seguintes termos:</p> <p><i>4.2.2 A central depositária da BM&FBOVESPA poderá, a seu critério, efetuar o processo de retirada geral de ativos, com a correspondente transferência do saldo total de ativos de sua titularidade fiduciária para seus respectivos comitentes titulares, diretamente nos registros mantidos pelo emissor, ou, conforme o caso, pelo escriturador por ele contratado, nos casos em que:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>o ativo deixe de ser negociado na BM&FBOVESPA em mercados organizados de valores mobiliários;</i> <p>As BM&FBovespa deverá avisar as infraestruturas de mercado com antecedência razoável sobre a retirada de ativos e, em qualquer caso, deverá aguardar a finalização dos processos de liquidação que estejam em curso nos ambientes das infraestruturas de mercado e envolvam os ativos a serem retirados.</p> <p>Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam o aspecto indicado acima deverão ser ajustados.</p>

18. Garantias em Favor da IMF

Redação do Dispositivo	<p>5.1[...] <i>garantia depositada para a câmara – estrutura destinada a receber ativos, direitos e outros instrumentos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA, para assegurar a certeza do cumprimento das obrigações dos participantes da câmara;</i></p> <ul style="list-style-type: none">• <i>garantia depositada em favor de infraestruturas de mercado – estrutura destinada a receber ativos, direitos e outros instrumentos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA, para garantir o cumprimento das obrigações assumidas pela infraestrutura de mercado, conforme previsto em seus regulamentos;</i>• <i>ativos em processo de liquidação de operações realizadas na BM&FBOVESPA em sua atuação como contraparte central – estrutura destinada a receber ativos tendo por objetivo a extinção de direitos e obrigações assumidas em razão de negócios liquidados na BM&FBOVESPA, no âmbito de sua atuação como contraparte central;</i>• <i>ativos em processo de liquidação de operações realizadas na BM&FBOVESPA sem que haja sua atuação como contraparte central – estrutura destinada a receber ativos comprometidos para a extinção de direitos e obrigações assumidas em razão de negócios liquidados na BM&FBOVESPA sem a utilização da contraparte central;</i>• <i>ativos em processo de liquidação de operações realizadas nos ambientes administrados por infraestruturas de mercado– estrutura destinada a receber ativos tendo por objetivo a extinção de direitos e obrigações assumidas em razão de negócios liquidados por uma infraestrutura de mercado;"</i> <p><i>"- depositados em garantia para a câmara, para a infraestrutura de mercado ou em processo de liquidação de operações em contraparte central não se sujeitarão, de acordo com a legislação vigente, a qualquer constrição, determinada por autoridades judiciais ou administrativas competentes, ou a instruções de constituição de ônus, gravames e bloqueios pelo agente de custódia, comitente ou do emissor do ativo;</i></p> <p><i>ativos em processo de liquidação de operações executadas na BM&FBOVESPA sem que haja sua atuação como contraparte central, são passíveis de constrição em caso de determinação de órgãos reguladores, das autoridades judiciais ou administrativas competentes à BM&FBOVESPA, exceto nos casos em que, de acordo com a legislação vigente, os referidos ativos já tenham sido movimentados para a conta de liquidação da câmara; e"</i></p>
Observação	As IMF têm que ser tratadas de forma isonômica, devendo haver procedimentos para a liquidação sem a sua atuação como contraparte central, tal como feito para a própria B3.
Recomendação	Ajustar redação do dispositivo conforme abaixo:

5.1[...] *garantia depositada para a câmara – estrutura destinada a receber ativos, direitos e outros instrumentos depositados na central depositária da BM&FBOVESPA, para assegurar a certeza do cumprimento das obrigações dos participantes da câmara;*

[...]

- *ativos em processo de liquidação de operações realizadas na BM&FBOVESPA e nas infraestruturas de mercado sem que haja sua atuação como contraparte central – estrutura destinada a receber ativos comprometidos para a extinção de direitos e obrigações assumidas em razão de negócios liquidados na BM&FBOVESPA e nas infraestruturas de mercado sem a utilização da contraparte central;*
- [..];"

"- depositados em garantia para a câmara, para a infraestrutura de mercado ou em processo de liquidação de operações em contraparte central não se sujeitarão, de acordo com a legislação vigente, a qualquer constrição, determinada por autoridades judiciais ou administrativas competentes, ou a instruções de constituição de ônus, gravames e bloqueios pelo agente de custódia, comitente ou do emissor do ativo;

ativos em processo de liquidação de operações executadas na BM&FBOVESPA ou na infraestrutura de mercado sem que haja sua atuação como contraparte central, são passíveis de constrição em caso de determinação de órgãos reguladores, das autoridades judiciais ou administrativas competentes à BM&FBOVESPA ou à infraestrutura de mercado, exceto nos casos em que, de acordo com a legislação vigente, os referidos ativos já tenham sido movimentados para a conta de liquidação da câmara; e"

Todos os eventuais demais dispositivos do MPO que também reflitam a falta de isonomia indicada acima deverão ser ajustados.



Anexo VI

Comentários à minuta de contrato de prestação de Serviços de CSD

Minuta do Contrato de Prestação de Serviços

CONTRATO DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DA CENTRAL DESPOSITÁRIA DA BM&FBOVESPA QUE CELEBRAM A BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS E A [CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE MERCADOS NÃO ADMINISTRADOS PELA BM&FBOVESPA].

BM&FBOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS, sociedade com sede na Praça Antonio Prado, n.º 48, 7º andar, Centro, Município de São Paulo, Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 09.346.601/0001-25, neste ato representada na forma do seu Estatuto Social, doravante denominada simplesmente “**B3**”; e

[CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO DE MERCADOS NÃO ADMINISTRADOS PELA B3], sociedade com sede na **[ENDEREÇO COMPLETO]**, inscrita no CNPJ/MF **[XX.XXX.XXX/XXXX-XX]**, neste ato devidamente representada na forma de seu Estatuto Social, doravante denominada “**CÂMARA**”;

sendo que **B3** e **CÂMARA** serão doravante denominados em conjunto como “Partes” e, individual e indistintamente como “Parte”.

CONSIDERANDO QUE:

- (i) A **B3** é uma entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários e depositário central que presta serviço de depósito centralizado de valores mobiliários, por meio da Central Depositária da BM&FBOVESPA (“Central Depositária”), bem como outras atividades relacionadas a este serviço, devidamente autorizada pelas autoridades reguladoras, cada qual na sua esfera de competência;
- (ii) A **CÂMARA** demonstrou interesse em obter autorização de acesso para uso da Central Depositária e, assim, atuar como seu

participante, na qualidade de infraestrutura de mercado, nos termos dos Normativos da **B3**; **[COMENTÁRIO ACS: O USO DE REFERÊNCIAS AOS NORMATIVOS DA B3 NÃO DEVE SER FEITO DE FORMA GENÉRICA E INDISCRIMINADA, SOB RISCO DE SE INCLUIREM NO CONTRATO DISPOSIÇÕES NÃO EXPRESSAMENTE ACORDADAS ENTRE AS PARTES, E QUE ESTARIAM SUJEITAS À ALTERAÇÃO UNILATERAL PELA B3; OS NORMATIVOS DA B3 (E/OU SUAS RESPECTIVAS DISPOSIÇÕES ESPECÍFICAS, CONFORME O CASO) QUE SEJAM APLICÁVEIS À PRESENTE RELAÇÃO CONTRATUAL DEVERÃO SER EXPRESSAMENTE LISTADOS E DESCRITOS NESTE INSTRUMENTO]**

- (iii) A **CÂMARA** é autorizada ou formulou pedido de autorização junto às autoridades reguladoras, cada qual na sua esfera de competência, para atuar como câmara de compensação e liquidação, nos termos da Lei 10.214, de 27 de março de 2001, e regulamentação relacionada; **[COMENTÁRIO ACS: O ÚNICO PROCESSO REGULATÓRIO DE AUTORIZAÇÃO DE FUNCIONAMENTO DE CÂMARAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO É REALIZADO PERANTE O BACEN, NOS TERMOS DA CIRCULAR BACEN Nº 3.057/01; A CVM NÃO POSSUI QUALQUER NORMA QUE PREVEJA E REGULAMENTE TAL PROCESSO EM SUA ESFERA DE COMPETÊNCIA; ASSIM, É PRECISO AJUSTAR REDAÇÃO DESTA “CONSIDERANDO” – EXCLUINDO A REFERÊNCIA A “AUTORIDADES REGULADORAS”, NO PLURAL, E ESPECIFICANDO QUE SE TRATA APENAS DE AUTORIZAÇÃO OUTORGADA PELO BACEN – SOB RISCO DE SE IMPOR À CONTRATANTE UMA CONDIÇÃO CUJO PREENCHIMENTO É IMPOSSÍVEL]**
- (iv) A outorga de autorização de acesso para uso da Central Depositária à **CÂMARA** depende da celebração de contrato de prestação de serviços com a **B3**, contemplando condições técnicas, operacionais e de controles de riscos específicas, em função da natureza do serviço a ser prestado, nos termos da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013 e dos Normativos da **B3**; **[COMENTÁRIO ACS: A MINUTA ATUAL NÃO ESTABELECE QUAIS SÃO TAIS “CONDIÇÕES TÉCNICAS, OPERACIONAIS E DE CONTROLES DE RISCOS ESPECÍFICAS” (E TAMPOUCO O FAZEM OS NORMATIVOS DA B3); TAIS DISPOSIÇÕES DEVEM SER INCLUÍDAS, NO**

CONTRATO, DE FORMA EXPRESSA E DETALHADA, EM LINHA COM O PREVISTO NA ICVM 541/13]

- (v) A **CÂMARA** tem interesse em contratar os serviços prestados pela Central Depositária, nos termos das disposições constitucionais, leis, medidas provisórias, decretos, licenças, autorizações, resoluções, portarias, regulamentos e outras normas aplicáveis ao presente Contrato, e suas respectivas alterações posteriores ou quaisquer textos que venham a substituí-los, (“Legislação Aplicável”) e de acordo com o conjunto de regulamentos, manuais, ofícios circulares e demais comunicações publicadas, conforme atualizadas de tempos em tempos, que estabelecem as regras e procedimentos operacionais relativos à Central Depositária e demais ambientes da **B3**, disponíveis no site www.bmfbovespa.com.br (“Normativos da **B3**”); **[COMENTÁRIO ACS: O USO DE REFERÊNCIAS AOS NORMATIVOS DA B3 NÃO DEVE SER FEITO DE FORMA GENÉRICA E INDISCRIMINADA, SOB RISCO DE SE INCLUIREM NO CONTRATO DISPOSIÇÕES NÃO EXPRESSAMENTE ACORDADAS ENTRE AS PARTES, E QUE ESTARIAM SUJEITAS À ALTERAÇÃO UNILATERAL PELA B3; OS NORMATIVOS DA B3 (E/OU SUAS RESPECTIVAS DISPOSIÇÕES ESPECÍFICAS, CONFORME O CASO) QUE SEJAM APLICÁVEIS À PRESENTE RELAÇÃO CONTRATUAL DEVERÃO SER EXPRESSAMENTE LISTADOS E DESCRITOS NESTE INSTRUMENTO; ALÉM DISSO, DEVE SER INCLUÍDA PREVISÃO DE QUE QUALQUER ALTERAÇÃO AOS NORMATIVOS DE B3 QUE TENHA IMPACTO PARA A PRESENTE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS NÃO PODERÁ TER POR EFEITO IMPEDIR OU PREJUDICAR O ACESSO PELA INFRAESTRUTURA DE MERCADO CONTRATANTE AOS SERVIÇOS ORA CONTRATADOS. ALÉM DISSO, EM QUALQUER CASO, A ALTERAÇÃO DEVERÁ SER SUBMETIDA PARA APROVAÇÃO PRÉVIA DA CVM E INFORMADA À PARTE CONTRATANTE COM ANTECEDÊNCIA RAZOÁVEL PARA QUE ESTA POSSA REALIZAR A DEVIDA ADAPTAÇÃO EM SEUS PROCEDIMENTOS/SISTEMAS – IMPORTANTE NOTAR QUE ALTERAÇÕES EM REGRAS E PROCEDIMENTOS DA CSD, MESMO QUE EXCLUSIVAMENTE OPERACIONAIS, PODERÃO IMPACTAR RELEVANTEMENTE O ACESSO PELA CÂMARA CONTRATANTE AOS SERVIÇOS DA CSD]**

[COMENTÁRIO ACS: LEMBRAMOS QUE A PRESTAÇÃO DOS SERVIÇOS PELA B3 À INFRAESTRUTURA DE MERCADO CONTRATANTE DEVERÁ OBSERVAR ISONOMIA COM RELAÇÃO AO TRATAMENTO CONFERIDO INTERNAMENTE PELA B3 ÀS SUAS PRÓPRIAS UNIDADES DE NEGÓCIO]

RESOLVEM as Partes celebrar o presente contrato de prestação de serviços da Central Depositária (“Contrato”), que será regido pelas seguintes cláusulas e condições:

CLÁUSULA I – DAS DEFINIÇÕES

1.1 Para os fins deste Contrato, os termos e as expressões adotados neste instrumento, iniciados ou grafados em letra maiúscula, terão os significados a eles atribuídos no próprio Contrato e/ou, de forma subsidiária, em negrito nos Normativos da **B3**, em especial, no glossário da **B3**. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO AO “CONSIDERANDO (II), ACIMA]**

CLÁUSULA II – DO OBJETO

2.1 O presente Contrato tem por objeto a prestação, pela Central Depositária, dos seguintes serviços à **CÂMARA**:

[COMENTÁRIO ACS: A PRESENTE CLÁUSULA NÃO REFLETE ADEQUADAMENTE O ESCOPO DOS SERVIÇOS DE DEPÓSITO CENTRALIZADO A SER PRESTADO PELA CSD A UMA CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO; OS SERVIÇOS DE DEPÓSITO CENTRALIZADO, NESSE CASO, SÃO OS SERVIÇOS 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”, CONFORME, INCLUSIVE, ESTABELECIDO EM ACC CELEBRADO PELA B3 PERANTE O CADE (“SERVIÇOS DE CSD”). A ABERTURA DE CONTAS DESCRITAS ABAIXO É INCIDENTAL E ACESSÓRIA EM RAZÃO DA ESTRUTURA ADOTADA PELA B3 PARA PRESTAÇÃO DOS SERVIÇOS DE CSD, A QUE ESTÁ OBRIGADA, NOS TERMOS DETERMINADOS PELA ICVM 541/13, MAS COM ELES NÃO SE CONFUNDINDO. A PRESENTE CLÁUSULA E AS DEMAIS DISPOSIÇÕES DO CONTRATO DEVEM SER READEQUADAS NESSE SENTIDO]

- (i) criação e a manutenção de conta de liquidação de ativos e demais serviços relacionados, para a operacionalização das movimentações de valores mobiliários depositados na Central Depositária relativas a operações objeto de liquidação pela **CÂMARA** (“Conta de Liquidação de

Ativos”); **[COMENTÁRIO ACS: OS SERVIÇOS DEVERÃO PREVISTOS DE FORMA INDIVIDUAL E DETALHADA NO PRESENTE CONTRATO]**

- (ii) criação e a manutenção de conta de restrição de ativos e demais serviços relacionados, para a operacionalização das movimentações do saldo de valores mobiliários que eventualmente permaneçam na Conta de Liquidação de Ativos ao final de cada dia, nos termos descritos nos Normativos da **B3** (“Conta Restrição”);
- (iii) fornecimento de estrutura de subcontas de garantia e demais serviços relacionados, para o recebimento, administração e execução de garantias depositadas em favor da **CÂMARA**, sob o regime previsto na Lei 10.214 de 27 de março de 2001 (“Subcontas de Garantia”); e
- (iv) fornecimento de estrutura de subcontas de cobertura de vendas e demais serviços relacionados, para o recebimento antecipado dos valores mobiliários para cobertura de operações de venda liquidadas por meio da **CÂMARA** (“Subcontas de Cobertura de Vendas”)

[COMENTÁRIO ACS: ESTRUTURA DE CONTAS E SUBCONTAS A SER DISCUTIDA ENTRE AS PARTES. EM TODO CASO, TAL ESTRUTURA DEVERÁ, SER ESTABELECIDADA DE FORMA ISONÔMICA COM RELAÇÃO ÀS ATUAIS PRÁTICAS ADOTADAS PELA CSD PERANTE SUA PRÓPRIA CLEARING DE AÇÕES]

2.2. O detalhamento das funcionalidades da Conta de Liquidação de Ativos, da Conta Restrição de Ativos, das Subcontas de Garantia e das Subcontas de Cobertura de Vendas e da operacionalização da prestação de serviços objeto do presente Contrato constam dos Normativos da **B3**, que consideram-se incorporados ao presente Contrato para todos os fins de direito, os quais **B3** e a **CÂMARA** se comprometem, neste ato, a cumprir de maneira irrevogável e irretroatável nos termos e condições ali constantes. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO AO “CONSIDERANDO” (II), ACIMA; A DESCRIÇÃO DETALHADA DAS CARACTERÍSTICAS E DO FUNCIONAMENTO OPERACIONAL DAS CONTAS E SUBCONTAS PREVISTAS ACIMA DEVE CONSTAR EXPRESSAMENTE DESTA CONTRATO, NOS TERMOS PREVISTOS PELO ART. 39, §5º DA ICVM 541/13]**

CLÁUSULA III – DAS OBRIGAÇÕES E RESPONSABILIDADE DAS PARTES

3.1 Constituem hipóteses de inteira e exclusiva competência e responsabilidade da **CÂMARA**, exemplificativamente e sem prejuízo das demais existentes, as seguintes situações:

[COMENTÁRIO ACS: SEM PREJUÍZO DE FUTUROS COMENTÁRIOS ESPECÍFICOS A SEREM FEITOS COM RELAÇÃO A CADA UM DOS ITENS ABAIXO, AS RESPONSABILIDADES PREVISTAS NESTA CLÁUSULA DEVERÃO OBSERVAR ISONOMIA COM RELAÇÃO ÀS RESPONSABILIDADES ASSUMIDAS PELA PRÓPRIA CLEARING DE AÇÕES DA B3; ADEMAIS, AS RESPONSABILIDADES DEVEM ESTAR PREVISTAS NESTA CLÁUSULA DE FORMA EXPRESSA, DETALHADA E EXAUSTIVA]

- (i) A instrução para movimentação dos valores mobiliários na Conta de Liquidação de Ativos, na Conta Restrição de Ativos, nas Subcontas de Garantia e nas Subcontas de Cobertura de Vendas, bem como a aceitação e a eventual rejeição da movimentação dos valores mobiliários nessas contas e subcontas, nos termos descritos nos Normativos da B3;
- (ii) A formalização da constituição das garantias, as regras aplicáveis a sua utilização e os processos operacionais de vinculação e desvinculação dessas garantias;
- (iii) A manutenção da Conta de Liquidação de Ativos sem saldo de ativos ao término de cada dia;
- (iv) Os controles de saldo dos valores mobiliários, bem como o tratamento dos eventos corporativos incidentes sobre este saldo, mantidos na Conta de Restrição de Ativos, nas Subcontas de Garantia e nas Subcontas de Cobertura de Vendas; **[COMENTÁRIO ACS: TRATAMENTO DE EVENTOS CORPORATIVOS SOBRE OS VALORES MOBILIÁRIOS DEPOSITADOS É COMPETÊNCIA DA CSD, NOS TERMOS DA ICVM 541/13]**
- (v) As características e registro das operações cursadas na **CÂMARA** e cujos valores mobiliários estão depositados na Central Depositária, bem como por quaisquer efeitos que delas decorrem;
- (vi) A administração de risco relacionada às garantias depositadas na Central Depositária, bem como a execução ou uso de tais garantias; e
- (vii) Independentemente dos mecanismos de controle mencionados nos Normativos da B3 aplicáveis, adotar os mecanismos de controle necessários e de acordo com a regulamentação vigente, para as operações compensadas e liquidadas na **CÂMARA** e por todas as demais atividades por ela desempenhadas. **[COMENTÁRIO ACS: O USO DE REFERÊNCIAS AOS NORMATIVOS DA B3 NÃO DEVE SER**

FEITO DE FORMA GENÉRICA E INDISCRIMINADA, SOB RISCO DE SE INCLUIREM NO CONTRATO DISPOSIÇÕES NÃO EXPRESSAMENTE ACORDADAS ENTRE AS PARTES, E QUE ESTARIAM SUJEITAS À ALTERAÇÃO UNILATERAL PELA B3; OS NORMATIVOS DA B3 (E/OU SUAS RESPECTIVAS DISPOSIÇÕES ESPECÍFICAS, CONFORME O CASO) QUE SEJAM APLICÁVEIS À PRESENTE RELAÇÃO CONTRATUAL DEVERÃO SER EXPRESSAMENTE LISTADOS E DESCRITOS NESTE INSTRUMENTO]

3.2 Além do disposto acima, a **CÂMARA**, neste ato, se obriga a:

[**COMENTÁRIO ACS**: O CONTRATO ESTÁ DESEQUILIBRADO EM TERMOS DE DEVERES E OBRIGAÇÕES ATRIBUÍDAS ÀS PARTES. COM EXCEÇÃO DO ITEM (I), ABAIXO, AS OBRIGAÇÕES QUE EVENTUALMENTE VENHAM A SER PREVISTAS NESTA CLÁUSULA DEVEM SER RECÍPROCAS E BILATERAIS, DE FORMA A SEREM ATRIBUÍDAS TANTO À PARTE CONTRATANTE, QUANTO À CONTRATADA]

- (i) pagar taxas e demais custos devidos pelos serviços nos termos e nos valores definidos nos Normativos da B3; [**COMENTÁRIO ACS**: O PREÇO A SER PAGO PELOS SERVIÇOS É ELEMENTO ESSENCIAL DO CONTRATO E DEVE SER ESTABELECIDO DE FORMA CLARA E EXPRESSA NESTE INSTRUMENTO, OBSERVADAS AS DISPOSIÇÕES DA ICVM 541/13; IMPORTANTE NOTAR QUE A MERA REFERÊNCIA AOS “NORMATIVOS DA B3” LHE CONFERIRIAM A FACULDADE DE ALTERAR UNILATERALMENTE O PREÇO, POR MEIO DE MODIFICAÇÃO DE NORMAS, SEM QUE HOUVESSE RENEGOCIAÇÃO COM A PARTE CONTRATANTE]
- (ii) manter arquivados e à disposição da B3 os documentos relativos aos serviços pelo prazo de 10 (dez) anos ou por prazo superior, se assim estabelecido na Legislação Aplicável ou se assim requerido pela B3; [**COMENTÁRIO ACS**: ESTA DISPOSIÇÃO NOS PARECE ABUSIVA; NÃO HÁ QUALQUER EMBASAMENTO LEGAL OU REGULATÓRIO PARA QUE SE ATRIBUA À B3, NA QUALIDADE DE CSD CONTRATADA, O DIREITO DE ACESSAR, A SEU EXCLUSIVO CRITÉRIO, DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES DA PARTE CONTRATANTE – AS QUAIS, INCLUSIVE, PODEM CONTER INFORMAÇÕES CONCORRENCIALMENTE SENSÍVEIS]
- (iii) manter atualizados todos os documentos e informações fornecidos à B3 nos termos dos Normativos da B3; [**COMENTÁRIO ACS**: OBRIGAÇÃO DEVE SER RECÍPROCA E BILATERAL]

- (iv) agir diligentemente e com boa-fé no exercício de suas respectivas funções; **[COMENTÁRIO ACS: OBRIGAÇÃO DEVE SER RECÍPROCA E BILATERAL]**
- (v) notificar a **B3** imediatamente sobre o descumprimento ou a impossibilidade de cumprir quaisquer das obrigações descritas no presente Contrato e nos Normativos da **B3**, sendo certo que essa notificação não eximirá a **CÂMARA** de qualquer responsabilidade perante a **B3** ou perante qualquer terceiro que tenha sofrido prejuízo em decorrência do descumprimento de qualquer obrigação; e **[COMENTÁRIO ACS: OBRIGAÇÃO DEVE SER RECÍPROCA E BILATERAL E PREVER PRAZO EXPRESSO E RAZOÁVEL PARA TAL NOTIFICAÇÃO]**
- (vi) notificar a **B3** imediatamente em relação a intimações/notificações recebidas de quaisquer terceiros, em especial, dos órgãos reguladores em relação às atividades por ela exercidas e que, de alguma forma, possam impactar as atividades prestadas pela **B3** no âmbito deste Contrato. **[COMENTÁRIO ACS: OBRIGAÇÃO DEVE SER RECÍPROCA E BILATERAL]**

3.3 Compete à **B3**, além das demais responsabilidades contidas nos Normativos da **B3** e demais Legislações Aplicáveis:

[COMENTÁRIO ACS: A SEÇÃO DE OBRIGAÇÕES ATRIBUÍDAS À B3 NO CONTRATO ESTÁ INCOMPLETA E INSUFICIENTE E NÃO REFLETE ADEQUADAMENTE O ESCOPO DOS SERVIÇOS A SEREM CONTRATADOS PELA CÂMARA; AS OBRIGAÇÕES PREVISTAS NESTA CLÁUSULA DEVERÃO PREVER, POR EXEMPLO, SEM PREJUÍZO DE OUTRAS APLICÁVEIS, (A) OBRIGAÇÕES ESPECÍFICAS RELACIONADAS À PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE CSD À INFRAESTRUTURAS DE MERCADO, NOS TERMOS DEFINIDOS NO COMENTÁRIO AO ITEM 2.1, ACIMA; (B) OBRIGAÇÕES DE QUALIDADE; (C) NÍVEIS DE SERVIÇO (SLA); ETC. ADEMAIS, DEVERÁ SER PREVISTA A APLICAÇÃO DE MULTAS E PENALIDADES NO CASO DE DESCUMPRIMENTO DE OBRIGAÇÕES PELA B3]

- (i) administrar a Central Depositária, nos termos do Normativos da **B3**;
- (ii) definir o horário de funcionamento da Central Depositária;
- (iii) manter os serviços da Central Depositária disponíveis à **CÂMARA** nos mesmos horários disponíveis aos agentes de custódia e demais participantes da **B3**;

- (iv) reportar aos órgãos reguladores as informações requeridas pela Legislação Aplicável;
- (v) prestar as informações solicitadas pelo Poder Judiciário e demais órgãos com poderes para requisição de informações; e
- (vi) zelar pelo cumprimento dos termos contidos nos Normativos da **B3** e demais Legislações Aplicáveis.

CLÁUSULA IV – DOS CUSTOS

4.1 As taxas e demais custos a serem cobrados pelos serviços seguirão a política estabelecida nos Normativos da **B3**.

[COMENTÁRIO ACS: O PREÇO A SER PAGO PELOS SERVIÇOS É ELEMENTO ESSENCIAL DO CONTRATO E DEVE SER ESTABELECIDO DE FORMA CLARA E EXPRESSA NESTE INSTRUMENTO, OBSERVADAS AS DISPOSIÇÕES DA ICVM 541/13; IMPORTANTE NOTAR QUE A MERA REFERÊNCIA AOS “NORMATIVOS DA B3” CONFERIRIAM A ESTA A FACULDADE DE ALTERAR UNILATERALMENTE O PREÇO, POR MEIO DE MODIFICAÇÃO DE NORMAS, SEM QUE HOUVESSE RENEGOCIAÇÃO COM A PARTE CONTRATANTE]

4.2. Eventuais alterações das taxas e demais custos cobrados pelos serviços serão objeto de consulta prévia à Comissão de Valores Mobiliários.

[COMENTÁRIO ACS: EM LINHA COM O COMENTÁRIO AO ITEM 4.1, ACIMA, EVENTUAIS ALTERAÇÕES DE VALOR DO PREÇO ESTABELECIDO EM CONTRATO DEVEM SER OBJETO DE RENEGOCIAÇÃO ENTRE AS PARTES, NOS TERMOS A SEREM ESTABELECIDOS NO PRESENTE INSTRUMENTO, SEM PREJUÍZO DE SUA APROVAÇÃO PELA CVM]

4.3 Caberá à **CÂMARA** efetuar o pagamento pelos serviços que lhe forem prestados, sendo certo que o pagamento deverá ser efetuado nos termos e valores definidos nos Normativos da **B3**. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO AO ITEM 4.1, ACIMA]**

4.4 Independentemente da taxa devida pela **CÂMARA**, os comitentes arcarão com o custo da Taxa de Transferência para Liquidação de Comitente, a qual será cobrada por meio de seus Agentes de Custódia, além dos demais custos e encargos aplicáveis, nos termos dos Normativos da **B3**. **[COMENTÁRIO ACS: A TAXA DE TRANSFERÊNCIA REFERIDA NESTA CLÁUSULA DECORRE DA PRESTAÇÃO DOS SERVIÇOS DE CSD OBJETO DO PRESENTE CONTRATO (NOS TERMOS DE NOSSO COMENTÁRIO À CLÁUSULA 2.1, ACIMA) E, PORTANTO, DEVE SER COBRADA DA PARTE**

CONTRATANTE, I.E., A CÂMARA DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO; CONFORME MENCIONADO, O PREÇO A SER PAGO PELOS SERVIÇOS É ELEMENTO ESSENCIAL DO CONTRATO E DEVE SER ESTABELECIDO DE FORMA CLARA E EXPRESSA NESTE INSTRUMENTO, OBSERVADAS AS DISPOSIÇÕES DA ICVM 541/13, DEVENDO SER EXCLUÍDAS QUAISQUER REFERÊNCIAS GENÉRICAS AOS “NORMATIVOS DA B3”]

CLÁUSULA V – DA VIGÊNCIA E DO TÉRMINO DO CONTRATO

5.1 O presente Contrato entra em vigor na data de sua assinatura e terá vigência por prazo indeterminado. [COMENTÁRIO ACS: A FACULDADE DE DENÚNCIA IMOTIVADA, INERENTE AOS CONTRATOS POR TEMPO INDETERMINADO, NÃO SE COADUNA COM A PRESTAÇÃO DE SERVIÇO ESSENCIAL E OBRIGATÓRIO, SOB REGIME DE MONOPÓLIO; AS HIPÓTESES DE RESCISÃO DEVERÃO SER RESTRITAS, EXPRESSAS E EXAUSTIVAS]

5.2 O presente Contrato poderá, mediante notificação prévia, ser rescindido pela CÂMARA a qualquer momento e, pela B3 se houver o cancelamento de autorização de acesso da CÂMARA que, por sua vez, dar-se-á exclusivamente nas seguintes hipóteses: [COMENTÁRIO ACS: A PRESENTE CLÁUSULA NOS PARECE ABUSIVA NA MEDIDA EM QUE ATRIBUI FACULDADE EXCLUSIVA À B3 DE RESCINDIR O CONTRATO, POR RAZÕES QUE ESTÃO DE ALGUMA FORMA RELACIONADAS AO SEU PRÓPRIO ARBÍTRIO (ITENS (I) E (II), ABAIXO); ALÉM DISSO, O ITEM (III) DEVE ESPECIFICAR EM MAIS DETALHE A PARTIR DE QUANDO CORRE O PRAZO DE 30 DIAS PREVER NOTIFICAÇÃO DA B3 À CONTRATANTE NESSE SENTIDO]]

- (i) descumprimento, pela CÂMARA, dos requisitos para a admissão como participante autorizado e manutenção da autorização de acesso, nos termos dos Normativos da B3;
- (ii) descumprimento, pela CÂMARA, das regras dispostas nos Normativos da B3;
- (iii) dissolução societária, intervenção, liquidação, decretação de falência, recuperação judicial e recuperação extrajudicial; e
- (iv) em razão do não pagamento pela CÂMARA, por 30 (trinta) dias consecutivos, dos custos e encargos relacionados ao presente Contrato, conforme estipulados nos Normativos da B3.

5.3 Além das condições previstas na cláusula anterior, este Contrato será rescindido na hipótese de qualquer uma das Partes tiver cancelada sua autorização

para execução ou contratação dos Serviços, em especial, a perda da autorização concedida pelas autoridades reguladoras.

CLÁUSULA VI – DA CONFIDENCIALIDADE E DA SEGURANÇA DA INFORMAÇÃO

6.1 As Partes comprometem-se a (i) manter em sigilo as Informações Confidenciais da outra Parte e informações relacionadas com o presente instrumento, (ii) utilizá-las somente para os fins previstos neste Contrato, empregando os mesmos cuidados que utilizaria para a manutenção do sigilo de suas próprias informações, bem como (iii) adotar cuidados para que Informações Confidenciais não sejam obtidas por terceiros. **[COMENTÁRIO ACS: DEVE HAVER PREVISÕES ESPECÍFICAS DE MANUSEIO DE INFORMAÇÕES SENSÍVEIS E DE PRESERVAÇÃO DE CONFIDENCIALIDADE PELA DEPOSITÁRIA CENTRAL, INCLUSIVE COM RELAÇÃO ÀS DEMAIS UNIDADES DE NEGÓCIO DA B3, ESPECIALMENTE TENDO-SE EM VISTA QUE, ATUALMENTE, NÃO HÁ SEGREGAÇÃO INSTITUCIONAL, ESTRUTURAL, FINANCEIRA OU FUNCIONAL ENTRE AS MESMAS]**

6.1.1 Para os fins previstos neste instrumento, são consideradas Informações Confidenciais, quaisquer informações, dados, conteúdos, especificações técnicas, desenhos, manuais, esboços, modelos, amostras, materiais promocionais, projetos, estudos, documentos, planos de produtos, custos, preços, nomes de clientes ou produtos, informações financeiras não publicadas na mídia, planos de marketing, oportunidades de negócios, pesquisa, desenvolvimento, *know-how* e outros documentos de qualquer natureza, em especial, mas não se limitando, as informações sobre os valores mobiliários transferidos, as operações que resultam da transferência desse valores mobiliários, bem como as demais informações decorrentes das solicitações de transferência trocadas entre as Partes, tangíveis ou intangíveis, disponibilizados em qualquer mídia ou meio físico, visual ou sonoro, inclusive eletrônico e digital, comunicados por escrito, verbalmente ou de outra forma revelados como confidencial ou confidencial restrita por uma Parte à outra Parte ou por qualquer das Partes obtidas, ou ainda que a Parte venha a tomar conhecimento, voluntário ou involuntariamente, em virtude da análise, desenvolvimento ou implementação dos Serviços.

6.1.1.1 Na hipótese de qualquer informação relacionada ao presente Contrato, especialmente em relação aos valores mobiliários depositados na Central Depositária relacionados às operações cursadas na **CÂMARA**, ser protegida pelo sigilo bancário, conforme legislação aplicável, a **B3** aplicará todas as salvaguardas e demais procedimentos constantes da lei que estabeleceu o referido sigilo.

6.1.2 Não serão consideradas Informações Confidenciais as informações que:

- (i) já forem do domínio público à época em que tiverem sido reveladas;
- (ii) passarem a ser de domínio público, sem que a divulgação seja efetuada em violação ao disposto neste Contrato;
- (iii) forem legalmente reveladas às Partes por terceiros que, até onde as Partes tenham conhecimento, não estejam quebrando qualquer obrigação de confidencialidade;
- (iv) devam ser reveladas pelas Partes em razão de ordem ou decisão emitida por órgão administrativo ou judicial com jurisdição sobre as Partes, somente até a extensão de tal ordem.

6.1.3 Caso uma Parte seja obrigada, por força de ordem judicial ou administrativa fundamentada, a revelar Informações Confidenciais, deverá notificar imediatamente à outra Parte sobre tal determinação, e empregar seus melhores esforços para assegurar o tratamento sigiloso das Informações Confidenciais.

6.1.4 Caso o presente Contrato venha a ser extinto, por qualquer razão, as Partes comprometem-se a devolver à outra Parte, ou destruir, todas as Informações Confidenciais da outra Parte. A obrigação de sigilo prevista nesta cláusula subsistirá após o término do presente Contrato. **[COMENTÁRIO ACS: DEVE SER ESTABELECIDO PRAZO PARA A OBRIGAÇÃO DE CONFIDENCIALIDADE]**

6.2 As Partes deverão orientar seus funcionários e demais colaboradores sobre as obrigações de confidencialidade previstas neste instrumento ficando obrigadas a indenizar a parte prejudicada na hipótese de descumprimento por tais funcionários e/ou colaboradores.

CLÁUSULA VII – DA DESVINCULAÇÃO SOCIETÁRIA E TRABALHISTA, DA RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL E DAS PRÁTICAS ANTICORRUPÇÃO

7.1 Em nenhuma hipótese nenhuma das Partes será, para qualquer efeito, considerada representante legal, agente, mandatária, parceira, associada e/ou *Joint-Venture* da outra Parte, não podendo em nome desta praticar quaisquer atos, contratar ou assumir obrigações.

7.2 Este Contrato não gera qualquer vínculo empregatício ou responsabilidade solidária e/ou subsidiária para uma Parte em relação aos profissionais que a outra Parte disponibilizar para o desenvolvimento das atividades relacionadas à consecução do objeto do Contrato, correndo por conta única e exclusiva da Parte que disponibilizou os profissionais todas as despesas, inclusive encargos decorrentes de legislação vigente, seja trabalhista, previdenciária, securitária ou quaisquer outros que vierem a ser criados pelos órgãos competentes.

7.3 As Partes comprometem-se a combater práticas de trabalho análogo à de escravo, bem como abster-se de contratar menores de 18 anos em atividades noturnas, perigosas ou insalubres e/ou de menores de 16 anos em qualquer tipo de trabalho, exceto na condição de menor aprendiz, a partir de 14 anos, bem como a praticar esforços nesse sentido junto aos seus respectivos fornecedores de produtos e serviços, a fim de que esses também se comprometam a fazer esforços nesse sentido visando a combater dessas práticas em seus respectivos estabelecimentos comerciais.

7.4 As Partes comprometem-se a envidar seus melhores esforços para combater práticas de discriminação negativas e limitativas ao acesso na relação de emprego ou à sua manutenção, tais como, mas não se limitando a, motivos de: sexo, origem, raça, cor, condição física, religião, estado civil, idade ou situação familiar, bem como a praticar esforços nesse sentido junto aos seus respectivos fornecedores de produtos e serviços, a fim de que esses também se comprometam a fazer esforços nesse sentido visando prevenir e combater práticas discriminatórias negativas em seus respectivos estabelecimentos

comerciais.

7.5 As Partes comprometem-se a envidar seus melhores esforços para proteger e preservar o meio ambiente, bem como a prevenir e combater qualquer agressão, perigo ou risco de dano ao meio ambiente, executando seus serviços em observância das leis, regulamentos, atos normativos e administrativos relativos à área de meio ambiente.

7.6 As Partes declaram e garantem que estão cientes, conhecem e compreendem as leis anticorrupção brasileiras, notadamente a Lei nº 12.846/13, e eventuais alterações posteriores, comprometendo-se a (i) não praticar atos lesivos à administração pública nacional ou estrangeira, bem como se abstendo de prometer, oferecer, dar, direta ou indiretamente, por si ou por terceiro interposto, vantagem indevida a agente público nacional ou estrangeiro, ou a terceira pessoa a ele relacionada; (ii) implementar diretrizes e controles adequados destinados a prevenir e corrigir desvios, a fim de cumprir e fazer com que seus administradores, funcionários, contratados e demais prepostos cumpram com o que determina a referida legislação anticorrupção; (iii) evidenciar, de tempos em tempos, a pedido da outra Parte, a existência e a efetividade dessas diretrizes e controles. Da mesma forma, comprometem-se a não dificultar atividade de investigação ou fiscalização de órgãos, entidades ou agentes públicos, ou intervir em sua atuação, inclusive no âmbito das agências reguladoras, e dos órgãos de fiscalização do sistema financeiro ou do mercado de capitais nacional.

CLÁUSULA VIII - DA PROPRIEDADE INTELECTUAL

8.1 As Partes reconhecem que o presente Contrato não constitui concessão, licença ou autorização para qualquer tipo de utilização do nome empresarial, nomes de domínio, títulos de estabelecimento, marcas depositadas ou registradas, sinais ou expressões de propaganda e quaisquer outros sinais distintivos ou bens de propriedade intelectual de titularidade da outra Parte e de quaisquer entidades integrantes de seu grupo econômico, sendo **vedado qualquer uso de referidos sinais distintivos e bens de propriedade intelectual, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, de uma Parte à outra, ou de forma diversa das diretrizes e especificações técnicas fornecidas previamente pela Parte.**

8.2 **As Partes declaram que (i) não existe acordo, liame ou vínculo de qualquer natureza com terceiros que impeça a assinatura deste Contrato; (ii) a celebração**

deste Contrato não implica infração a quaisquer direitos de terceiros, inclusive direitos intelectuais e de personalidade; e (iii) todos os dados, informações, materiais e relatórios entregues por uma Parte à outra em virtude deste Contrato não são sigilosos, confidenciais nem constituem segredos empresariais, invenções, modelos de utilidade, desenhos industriais ou outros bens de titularidade de terceiros, salvo se disposto diversamente em qualquer Anexo, resguardada em todos os casos, a obrigação de sigilo e confidencialidade das Partes.

8.3 É vedado às Partes fazer publicidade ou marketing associando a parceria ora estabelecida à outra Parte e a quaisquer entidades porventura integrantes de seu grupo econômico, sendo que seus funcionários não poderão emitir declarações em qualquer mídia referentes a qualquer assunto atinente à outra Parte, salvo mediante prévia e expressa autorização, por escrito, da outra Parte.

[COMENTÁRIO ACS: DEVERÁ SER PREVISTA POSSIBILIDADE DE REFERÊNCIA À PRESENTE CONTRATAÇÃO PARA FINS DE CUMPRIMENTO DE OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS E LEGAIS, PARA FINS DE DEFESA DE DIREITOS, BEM COMO PARA FINS NÃO COMERCIAIS]

CLÁUSULA IX – DA LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DA B3

9.1 Cumpridos os deveres e obrigações que lhe são atribuídos neste Contrato e nos Normativos da B3, a CAMARA concorda que a B3 não é responsável e não indenizará ou a qualquer terceiro: [COMENTÁRIO ACS: CLÁUSULA A SER DISCUTIDA DE FORMA GERAL; A REDAÇÃO DOS ITENS ABAIXO É EXCESSIVAMENTE GENÉRICA E NÃO LEVA EM CONSIDERAÇÃO AS RESPONSABILIDADES A SEREM ASSUMIDAS PELA B3 (E EVENTUAL CULPA NESSES CASOS) NA PRESTAÇÃO DOS SERVIÇOS DE CSD À INFRAESTRUTURA DE MERCADO E TAMPOUCO AS OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS DECORRENTES DA ICVM 541/13]

- (i) pelo descumprimento de obrigações de qualquer participante dos mercados administrados pela B3 perante os demais participantes, não importando as razões do descumprimento;
- (ii) pela infringência, pelo participante dos mercados administrados pela B3, à legislação e às normas em vigor, e aos regulamentos, manuais, ofícios circulares e comunicados externos emitidos pela B3;

- (iii) por prejuízos causados por participantes decorrentes de infração a este contrato, os Normativos da **B3** e às normas legais vigentes; **[COMENTÁRIO ACS: OS PARTICIPANTES NÃO SÃO PARTES DO PRESENTE CONTRATO]**
- (iv) por quaisquer perdas, danos ou despesas decorrentes de falhas operacionais ou na infraestrutura tecnológica, nas linhas de comunicação, nos programas de computador ou nos bancos de dados da **CÂMARA**;
- (v) por atos de terceiros externos que afetem as atividades e o funcionamento da **B3**, não sendo responsável por quaisquer perdas, danos ou despesas decorrentes de falhas na infraestrutura tecnológica, linhas de comunicação, programas de computador ou bancos de dados dos participantes, bem como pelo mau uso dos sistemas da **B3**; **[COMENTÁRIO ACS: A SER COMPATIBILIZADO COM AS OBRIGAÇÕES DE QUALIDADE E SLA A SEREM INCLUÍDAS NO CONTRATO, BEM COMO AS OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS DECORRENTES DA ICVM 541/13]**
- (vi) pelos danos decorrentes de atos praticados pelo Agente de Custódia escolhido e contratado pelo comitente; **[COMENTÁRIO ACS: A SER COMPATIBILIZADO COM AS OBRIGAÇÕES DE QUALIDADE E SLA A SEREM INCLUÍDAS NO CONTRATO, BEM COMO AS OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS DECORRENTES DA ICVM 541/13]**
- (vii) pelos valores mobiliários objeto de retirada das contas de depósito mantidas nos sistemas da Central Depositária; **[COMENTÁRIO ACS: A SER COMPATIBILIZADO COM AS OBRIGAÇÕES E RESPONSABILIDADES PREVISTAS NA REGULAMENTAÇÃO APLICÁVEL]**
- (viii) pela eventual inexatidão das informações fornecidas à Central Depositária pelo emissor, ou, pelo escriturador por ele contratado, necessárias às movimentações de valores mobiliários, ao tratamento de eventos corporativos e à conciliação, manutenção e atualização dos valores mobiliários e posições relativas a eventos corporativos depositados na Central Depositária;

- (ix) caso o comitente não cumpra suas obrigações para com o Agente de Custódia que o representa, independentemente dos motivos envolvidos;
- (x) pela movimentação de valores mobiliários em nome do comitente pelo Agente de Custódia;
- (xi) por perdas, danos e prejuízos causados ao Agente de Custódia pelo comitente a ele vinculado ou por terceiros;
- (xii) em razão de ordem ou decisão prolatada por órgão administrativo ou judicial.

9.2. Sem prejuízo do disposto acima, este Contrato não torna a **B3** responsável por atrasos, falhas, danos, perdas, destruição ou mau funcionamento de qualquer equipamento, nem por qualquer de suas consequências, causados ou originados por, ou devido a, incêndio, terremoto, inundação, água, fenômenos naturais ou falta de mão-de-obra, cortes de serviços públicos, falhas de energia, explosões, distúrbios civis, atos terroristas, ataques cibernéticos, medidas governamentais, indisponibilidade de transporte, atos ou omissões de terceiros, ou quaisquer outras circunstâncias fora de seu controle razoável. **[COMENTÁRIO ACS: LINGUAGEM EXTREMAMENTE AMPLA; ATOS QUE NÃO LEVAM À RESPONSABILIDADE DA B3 PELA PRESTAÇÃO DOS SERVIÇOS OBJETO DO PRESENTE CONTRATO DEVEM SE RESTRINGIR AOS CASOS DE FORÇA MAIOR, SEM PREJUÍZO DO DISPOSTO NA REGULAMENTAÇÃO APLICÁVEL]**

9.3 A **CÂMARA** deverá defender, indenizar e manter a **B3** indene de quaisquer encargos impostos, bem assim de ações, demandas ou reclamações interpostas contra **B3**, relativas ao objeto deste instrumento, que sejam decorrentes de ações ou omissões não causadas por condutas dolosas ou gravemente culposas da **B3**, e que, nos termos da presente cláusula, a **B3** não se responsabiliza. **[COMENTÁRIO ACS: ESTA OBRIGAÇÃO DEVE SER BILATERAL E RECÍPROCA]**

CLÁUSULA X - DA NÃO EXCLUSIVIDADE

11.1 Os serviços objetos do presente Contrato serão oferecido pela **B3** à **CÂMARA** em caráter não exclusivo, de forma que a **B3** poderá desenvolver ou prover atividades idênticas a outras entidades.

CLÁUSULA XI – DAS NOTIFICAÇÕES

12.1 As Partes, desde já, declaram que as notificações enviadas aos endereços ou aos endereços que as Partes indicarem por escrito em correspondência endereçada a outra Parte serão válidas para os efeitos do presente contrato.

Para a **CÂMARA**:

Nome da **CÂMARA**

Endereço Completo

At.:

Tel.: (55) 11 xxxx-xxxx

E-mail: xxxxxxxxx@xxxxxxx.com.br

Para a **B3**:

BM&FBOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS

Praça Antonio Prado, n.º 48, 7º andar - Centro - São Paulo – SP

Att. Diretoria da Central Depositária de Ativos e de Registro de Operações do Mercado de Balcão

E-mail: xxxxxxxxx@bvmf.com.br

CLÁUSULA XII – DAS DISPOSIÇÕES GERAIS

13.1 Todas e quaisquer condições técnicas, operacionais e de controles de riscos específicas a serem implementadas pela Central Depositária e que não estão estabelecidas neste Contrato, decorrentes de solicitação por parte da **CÂMARA** em razão de seu funcionamento e requisitos a serem observados, deverão ser submetidas à **B3** para análise e prévia aprovação antes de sua implementação, mesmo nas hipóteses que dependam de prévia autorização das autoridades reguladoras, cada qual na sua esfera de competência. **[COMENTÁRIO ACS: LINGUAGEM EXTREMAMENTE AMPLA. CLÁUSULA DEVE PREVER PRAZO MÁXIMO PARA RESPOSTA PELA B3 E CRITÉRIOS RAZOÁVEIS PARA EVENTUAL RECUSA, PELA B3, DE TAIS SOLICITAÇÕES]**

13.2 Este Contrato é celebrado em caráter irrevogável e irretratável, obrigando as Partes e seus respectivos sucessores a qualquer título.

13.3 As Partes concordam que nenhuma falha ou atraso no exercício do direito, autoridade ou prerrogativa expressos neste Contrato, nos Normativos da **B3** ou em lei, devem ser caracterizados como motivo de não cumprimento de suas obrigações, e que nenhum compromisso individual ou parcial poderá impedir cumprimentos de qualquer outro compromisso, futuro ou atual, bem como impedir o exercício do direito, autoridade ou prerrogativa das Partes especificadas neste Contrato.

13.4 O fato de qualquer das Partes não exigir, a qualquer tempo, o cumprimento de qualquer obrigação da outra Parte não será interpretado como renúncia ou novação de qualquer obrigação, tampouco deverá afetar o direito de exigir o cumprimento das demais obrigações aqui contidas.

13.5 A invalidação ou nulidade, no todo ou em parte, de quaisquer das Cláusulas deste Contrato e seus anexos não afetará as demais, que permanecerão sempre válidas e eficazes até o cumprimento, pelas Partes, de todas as suas obrigações aqui previstas.

13.6 Os direitos e obrigações previstos neste Contrato e seus anexos não poderão ser cedidos e/ou transferidos, no todo ou em parte, por qualquer das Partes.

13.7 Os tributos, contribuições sociais e outros encargos fiscais devidos em decorrência da execução do presente Contrato serão recolhidos pelo contribuinte e, quando for o caso, retidos pelo responsável tributário, assim definidos na legislação tributária em vigor.

13.8 Qualquer alteração ao presente Contrato ocorrerá somente mediante aditamento a ser firmado pelas Partes.

13.9 O término deste Contrato, por qualquer motivo, não afeta a responsabilidade das Partes no que tange às obrigações de confidencialidade.

[COMENTÁRIO ACS: A INCLUIR PRAZO PARA A OBRIGAÇÃO DE CONFIDENCIALIDADE]

13.10 As Partes não serão responsáveis pela inexecução total ou parcial deste Contrato e seus anexos, se resultantes de caso fortuito ou de força maior.

[COMENTÁRIO ACS: A COMPATIBILIZAR COM CLÁUSULA 9.2 ACIMA, DE ACORDO COM OS COMENTÁRIOS ALI DESCRITOS]

13.11 Este Contrato será regido e interpretado de acordo com as leis vigentes da República Federativa do Brasil.

13.12 Este Contrato constitui o acordo e os entendimentos integrais entre as Partes, substituindo todos os acordos ou entendimentos anteriores, verbais ou escritos.

13.13 As Partes elegem o Foro da Comarca de São Paulo/SP para dirimir todas e quaisquer questões, disputas ou controvérsias decorrentes deste Contrato, renunciando a qualquer outro, por mais privilegiado que seja.

13.14 O presente Contrato somente será eficaz e produzirá efeitos a partir da data em que a Câmara seja autorizada junto às autoridades reguladoras, cada qual na sua esfera de competência, para atuar como câmara de compensação e liquidação, nos termos da Lei 10.214, de 27 de março de 2001, e regulamentação relacionada (“Autorizações”). **[COMENTÁRIO ACS: CONFORME COMENTÁRIO AO “CONSIDERANDO” (III), ACIMA, O ÚNICO PROCESSO REGULATÓRIO DE AUTORIZAÇÃO DE FUNCIONAMENTO DE CÂMARAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO É REALIZADO PERANTE O BACEN, NOS TERMOS DA CIRCULAR BACEN Nº 3.057/01; A CVM NÃO POSSUI QUALQUER NORMA QUE PREVEJA E REGULANTE TAL PROCESSO EM SUA ESFERA DE COMPETÊNCIA; ASSIM, É PRECISO AJUSTAR REDAÇÃO DESTA CLÁUSULA – EXCLUINDO A REFERÊNCIA A “AUTORIDADES REGULADORAS”, NO PLURAL, E ESPECIFICANDO QUE SE TRATA APENAS DE AUTORIZAÇÃO OUTORGADA PELO BACEN – SOB RISCO DE SE IMPOR À CONTRATANTE UMA CONDIÇÃO CUJO PREENCHIMENTO É IMPOSSÍVEL]**

13.14.1 A obtenção de todas as Autorizações da Câmara constitui condição suspensiva do presente Contrato, nos termos dos artigos 121 e 125 do Código Civil. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO À CLÁUSULA 13.4, ACIMA]**

13.14.2 Caso a condição suspensiva acima mencionada não se implemente, o presente Contrato perderá o objeto e tornar-se-á juridicamente inexistente. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO À CLÁUSULA 13.4, ACIMA]**

13.14.3 Implementada a condição acima, o presente Contrato terá eficácia imediata, independentemente de prévia notificação, sendo que a data da obtenção da última Autorização necessária para atuar como câmara de compensação e liquidação constituirá o termo inicial de vigência do presente Contrato. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO À CLÁUSULA 13.4, ACIMA]**

13.14.4 A Câmara obriga-se a enviar à B3 cópia das Autorizações assim que tiver ciência destas. **[COMENTÁRIO ACS: VIDE COMENTÁRIO À CLÁUSULA 13.4, ACIMA]**

E, por estarem justas e contratadas, as Partes assinam este Contrato em 2 (duas) vias de igual teor e forma, para um só efeito, na presença das 2 (duas) testemunhas abaixo identificadas.

São Paulo, [dia] de [mês] de [ano].

BM&FBOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS

Nome: _____ Nome: _____
Cargo: _____ Cargo: _____

[CÂMARA DE COMPENSÇÃO E LIQUIDAÇÃO]

Nome: _____ Nome: _____
Cargo: _____ Cargo: _____

Testemunhas:

1. _____ 2. _____
Nome: _____ Nome: _____
R.G.: _____ R.G. _____