



Rio de Janeiro, 26 de maio de 2017.

À

B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Praça Antônio Prado, 48

01010-901 – São Paulo – SP

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

Ref.: Manifestação Preliminar 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 S.A.**, 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 preliminar sobre o Comunicado Externo nº 033/2017-DO, publicado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("**B3**"), no dia 27 de abril de 2017 ("**Editais**"), por meio do qual foi iniciado o processo de consulta pública em epígrafe ("**Consulta Pública**").

I – Introdução

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

Assim, sem prejuízo de nossos comentários aos aspectos e documentos colocados em discussão por meio do Edital – os quais serão apresentados oportunamente pela ACS no âmbito da presente Consulta Pública – gostaríamos de apresentar, desde já, a presente manifestação preliminar sobre o Edital e o material divulgado nesse contexto, os quais, entendemos, sofrem de falhas, incompletudes e obscuridades.

Nesse sentido, para benefício de todo o mercado e melhor aproveitamento da presente Consulta Pública, gostaríamos de apresentar as seguintes observações sobre o tema e sobre o material divulgado:

(a) Contexto e importância da Consulta Pública: a viabilização de introdução de concorrência no setor de bolsa de valores mobiliários no Brasil

Primeiramente, entendemos ser relevante destacar o contexto de realização da presente Consulta Pública e sua importância para o mercado de bolsa brasileiro – informações essas que, ao nosso ver, deveriam ter sido incluídas no Edital, e não o foram¹.

Embora não seja mencionado em qualquer local do Edital, 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 trata de temas relacionados à viabilização da entrada de concorrência no setor de bolsa.

De acordo com os reguladores, a referida operação societária gera preocupações de ordem concorrencial, uma vez que passa a fortalecer o monopólio já existente nos três segmentos do mercado (i.e., negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado), intensificando, assim, as barreiras de entrada anteriormente existentes no setor – as quais estão relacionadas à prestação de Serviços de *Clearing* e de CSD, objeto da presente Consulta Pública.

Isso porque, de acordo com a regulamentação aplicável, para que uma entidade possa obter autorização para operar como uma bolsa de valores no Brasil, é necessário que a mesma esteja estruturada de tal modo a oferecer aos investidores, além dos serviços de administração de plataforma de negociação, os referidos Serviços de *Clearing* e de CSD³. A disponibilização de tais serviços pode ser feita por meio de contratação de terceiros ou por

¹ A título de analogia, para se demonstrar a essencialidade de evidenciar, de maneira clara, o contexto de realização de uma consulta pública que visa à aprovação de normativos, observamos que a PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170, de 16 de outubro de 2014, que disciplina o processo de edição de normas pela CVM, prevê que o edital de audiência pública, naquele contexto, deve conter: I – a descrição sucinta do assunto de que trata a norma; **II – a motivação para a proposta, identificando pontos de maior importância;** e III – o prazo e os meios para o recebimento das manifestações.

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.

³ A Instrução CVM nº 461/047, que disciplina as atividades de entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários prevê, em seu artigo 16, II, que, como regra geral, tais entidades devem “efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, diretamente ou contratando para isso entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil” (art. 16, II). Para atuar como uma câmara de compensação e liquidação, a entidade deverá obter autorização específica do Bacen, de acordo com o disposto na Circular Bacen nº 3.057/01, a qual, por sua vez, exige, em seu artigo 2º, VII, (a), que a entidade tenha processos operacionais, próprios, ou contratados de terceiros relativos “a custódia e a transferência de títulos, valores mobiliários e outros ativos financeiros”.

meio de prestação direta pela bolsa. No entanto, na prática, esta última opção acaba sendo muito custosa, no caso dos Serviços de *Clearing*, ou fazendo pouco ou nenhum sentido⁴, no caso dos Serviços de CSD.

Portanto, como a B3 (e, anteriormente, a BM&FBovespa) detém monopólio sobre os Serviços de *Clearing* e de CSD, na prática, a entidade que deseje atuar como bolsa de valores no Brasil terá que negociar a contratação de tais serviços, que são essenciais à sua entrada, junto ao seu principal futuro concorrente. Nesse contexto, a B3 teria incentivos e ferramentas para criar dificuldades de acesso a tais serviços, evitando, assim, a entrada de concorrência e perpetuando seu monopólio no setor.

De acordo com a CVM:

*“A despeito dos mencionados ganhos, a operação [entre BM&FBovespa e Cetip] consolida sob uma mesma companhia verticalmente integrada todas as atividades de registro, negociação e pós-negociação de valores mobiliários no Brasil, suscitando importantes questões relativas ao acesso aos serviços prestados pela sociedade. [...] É sabido que eventuais restrições ao acesso às infraestruturas de mercado podem ocorrer principalmente de duas formas distintas: pelo estabelecimento de requisitos não razoáveis ou pela fixação de contraprestações não proporcionais aos serviços prestados.”*⁵

Por essa razão, a autarquia determinou que a B3 se comprometesse a tomar uma série de medidas para garantir o acesso aos Serviços de *Clearing* e de CSD por outras IMF - que incluíssem, por exemplo, a apresentação dos normativos e políticas que hoje se encontram em consulta pública - para fins de aprovação da operação.

A CVM entendeu, contudo, que, antes que pudesse tomar uma decisão de mérito sobre tais documentos apresentados pela B3, seria adequado submetê-los ao crivo do mercado, por meio de uma consulta pública. De acordo com sua decisão:

⁴ Conforme observado pela Superintendência Geral do CADE em parecer técnico emitido no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, devido às suas características, os Serviços de CSD tendem ao monopólio e, assim, teriam natureza equivalente à de *essential facilities*: “Em razão da **tendência ao monopólio do mercado de central depositária**, é de se esperar que, após a operação, ambas as requerentes integrem suas centrais depositárias (o que é inclusive mencionado como possível eficiência da operação); assim, **é desejável que, no Brasil, potenciais concorrentes sejam capazes de contratar os serviços de depósito da BVMF**.” (pg. 26, grifos nossos) “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.” (pg. 37, grifos nossos) (disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?JBxzcRyVtzZSUGi-jpdxg_dIORdDiDI9sXn9zfufqSxpu66gdoAfmtnUemRGqzLtrw81-63Tq3Mijw9Xgt4bbWw,,)

⁵ Memorando nº 3/2017-CVM/SMI, de 17 de março de 2017, disponível em Memorando nº 3/2017-CVM/SMI

“Sem prejuízo da necessária análise a ser feita pelos reguladores, a SMI considera importante que as condições de acesso às infraestruturas de mercado (CCP e CSD) por outras infraestruturas ou entidades administradoras de mercado sejam previamente submetidas ao processo de consulta pública.

No entender da SMI, eventuais manifestações do mercado acerca (i) do regimento fixado pela BVMF para a concessão do acesso; (ii) das contraprestações estabelecidas pela prestação dos serviços e (iii) de outros procedimentos fixados visando à qualidade dos serviços prestados pela BVMF, poderão ser tomadas como elemento subsidiário para a decisão dos reguladores.”⁶

Naturalmente, no âmbito do CADE, as questões concorrenciais relacionadas à operação também foram objeto de análise e preocupação, conforme expostas, em particular, no parecer da Superintendência Geral (“SG”), que impugnou a operação e recomendou que sua aprovação somente ocorresse mediante adoção de remédios.

A preocupação exarada pela SG, em seu parecer, teve por foco a prestação dos Serviços de CSD, uma vez que, nesse segmento em particular, a introdução de concorrência faz menos sentido, sendo improvável, o que torna a B3, na prática, a detentora de um monopólio natural sobre serviços que são essenciais à entrada de concorrência em outros mercados (i.e., *clearing* e negociação). Assim, de acordo com a SG:

“Nesse sentido, bastaria a simples recusa de fornecer os serviços de central depositária, o estabelecimento de preços muito altos para a prestação de tais serviços, ou a modificação da política de preços — transferindo toda a margem do mercado que está sendo objeto da entrada para o mercado que tende ao monopólio, de forma a impedir que o entrante consiga lucrar ou absorver demanda do mercado sem que o preço final para o cliente e o lucro total do agente estabelecido sejam afetados — para frustrar a entrada do novo agente.”⁷

A preocupação externada pela SG nesse âmbito está diretamente relacionada aos fatos que vêm sendo averiguados no Inquérito Administrativo (IA) nº 08700002656/2016-57, que foi instaurado no CADE em setembro do ano passado, com a finalidade de apurar eventuais infrações à ordem econômica praticadas pela BM&FBovespa, inclusive no contexto da prestação dos Serviços CSD a outras IMF⁸.

⁶ *Idem.*

⁷ Anexo - Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CAD, disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?JBxzcRyVtzZSUGi-jpdxg_dIORdDiDI9sXn9zfuqSxpu66gdoAfmtNuemRGqzLtrw81-63Tq3Mijw9Xgt4bbWw,

⁸ Nos termos do parecer da SG: “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

Assim, para endereçar as preocupações concorrenciais identificadas pelo CADE na operação societária, a BM&FBovespa e a Cetip celebraram um Acordo em Controle de Concentração ("ACC")⁹, por meio do qual se comprometeram junto à autoridade a tomar diversas medidas para fins de assegurar o acesso pelas IMF aos Serviços de Clearing e, em particular, aos de CSD. Dentre os compromissos assumidos no ACC, estão, por exemplo, a aprovação dos normativos de acesso aos Serviços de *Clearing* e de CSD, após a realização da presente Consulta Pública, e a obrigação de conferir tratamento isonômico e não-discriminatório às IMF.

Portanto, a presente Consulta Pública está sendo realizada pela B3, em cumprimento a obrigações assumidas perante a CVM e o CADE, em decorrência de relevantes preocupações concorrenciais verificadas no âmbito da recente operação societária entre BM&FBovespa e Cetip – as quais, por sua vez, estão relacionadas a práticas anticoncorrenciais averiguadas no âmbito de inquérito administrativo no CADE.

Importante destacar, nesse contexto, que, no último dia 17 de maio, a SG decidiu manter em curso o inquérito administrativo mencionado acima, emitindo despacho que determinou a prorrogação de seu prazo e que destacou a relação direta entre o ACC firmado no âmbito da operação societária realizada com a CETIP e o desfecho da referida investigação:

*"Nesse sentido, apesar da celebração de ACC na referida Operação, o mesmo ainda se encontra em fase de cumprimento, sendo, portanto, relevante que esta SG aguarde o desenrolar dos fatos e do cumprimento do referido ACC antes que se pronuncie finalmente a respeito do presente IA. Além disso, possíveis considerações adicionais acerca de certos fatos narrados ainda podem surgir ao longo da instrução."*¹⁰

Portanto, embora não haja qualquer tipo de menção no Edital ao contexto referido acima, entendemos que seria importante fornecer tais informações ao mercado e pontuar que a

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. [...] conclui-se que é possível que a fusão em análise resulte em prejuízos à concorrência, relacionados [...] (iii) à potencial elevação das barreiras à entrada de novos agentes nos mercados afetados, em razão de sua estrutura verticalizada e da possibilidade de caracterização de sua central depositária como essential facility. [...] Assim, a aprovação da operação proposta demandaria a adoção de remédios que enderecem tais problemas, preservando-se os efeitos positivos que a mesma é capaz de proporcionar ao mercado e a todos os usuários."

Anexo - Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CAD, disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?JBxzcRyVtzZSUGi-jpdxg_dIORdDiDI9sXn9zfuqSxpu66gdoAfmtnUemRGqzLtrw81-63Tq3Mijw9Xgt4bbWw,,

⁹ Inteiro teor do ACC disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?4LNorn1UseRAL1XdI28h1YqpjzCgVoQTbTaXEHi74QoauMpnou9ioXMyG-pv6ZhOuL8bLBqT6nrBPSZdzjcyxw,,

¹⁰ NOTA TÉCNICA N.º 15/2017/CGAA2/SGA1/SG/CADE, disponível em http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?4bM5ebAvD3QbNDAfElvQRvoKcf55v9uSRus03oLZCShR1JV18tWjmhodGqFTMAlot0P9MSr9ALrVbMolh-tboA,,

presente Consulta Pública trata de temas que estão diretamente relacionados à viabilização da entrada de concorrência no mercado de bolsa de valores brasileiro.

(b) Restrição do Público Alvo da Consulta Pública

Tal como estruturado, o Edital parece tratar de temas que seriam restritos e que seriam de interesse exclusivo de infraestruturas de mercado financeiro – o que não poderia estar mais distante da realidade. Conforme já mencionado, os assuntos tratados na Consulta Pública, na verdade, têm profundo e amplo impacto para o mercado de bolsa como um todo.

Em particular, cumpre notar que as regras operacionais relacionadas à prestação dos Serviços de *Clearing* e de CSD, propostas pela B3 na presente Consulta Pública, afetam diretamente a atuação de outros participantes, tais como intermediários, agentes de custódia e membros de compensação, além das próprias infraestruturas de mercado financeira contratantes.

A título de exemplo, observamos que a B3 propõe cobrar uma parte do preço dos Serviços de CSD prestados às IMF, diretamente dos comitentes, por intermédio dos seus respectivos agentes de custódia – em procedimento que é frontalmente diverso daquele atualmente adotado pela B3 para suas próprias atividades de *clearing*.

Portanto, o Edital deveria ter sido claro sobre o impacto que os temas ali tratados poderão ter para o mercado de bolsa como um todo, e para cada uma dos participantes que ali atuam diretamente, de tal modo a permitir que todos pudessem avaliar, de forma consciente e informada, seu interesse de participação e manifestação na presente Consulta Pública.

Cumpre notar, ainda, que, além de ter havido relevante atraso na publicação da versão em inglês do Edital no *site* da B3, até o momento, os demais documentos submetidos à Consulta Pública foram disponibilizados exclusivamente na sua versão em português – o que certamente prejudicará a participação de agentes e entidades estrangeiras nesse processo.

(c) Escopo dos Serviços de CSD

Outro ponto do Edital e de seus anexos que merece esclarecimento e correção imediata é o escopo dos Serviços de CSD a serem prestados pela B3 a outras IMF. Há uma clara incongruência entre a definição de tais serviços que é estabelecida pelo ACC, firmado perante o CADE, - e que, ao nosso ver, reflete corretamente o escopo de tais serviços - e aquele que é efetivamente oferecido pela B3 nos documentos submetidos à Consulta Pública.

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.”¹¹

De fato, 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) que é coordenado pela primeira.

De acordo com a regulamentação em vigor, a câmara de compensação e liquidação deve 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. 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 dos Serviços de CSD, e que, naturalmente, pode envolver funcionalidades e serviços acessórios.

Contudo, nos documentos submetidos à consulta, os Serviços de CSD são caracterizados como mera abertura de contas na CSD a serem utilizadas para fins da movimentação de ativos pela câmara de compensação. A utilização de tal estrutura de contas proposta pela B3 – que é adotada internamente por sua própria *clearing* – é incidental e acessória à prestação do serviço principal, descrito acima.

Assim, em frontal descompasso com o compromisso assumido perante o CADE no ACC e com os entendimentos mantidos com a referida autoridade e com a CVM, os documentos colocados em consulta não refletem apropriadamente a prestação do Serviços de CSD, tornando-os inadequados.

A minuta do contrato de prestação de Serviços CSD, por exemplo, não faz qualquer referência à transferência de ativos por instrução da IMF contratante, para fins da liquidação das operações por ela compensadas. No documento, o escopo dos serviços é descrito como mera abertura de contas, e não há estabelecimento de qualquer obrigação ou responsabilidade da B3, ou mesmo dos mecanismos que seriam aplicáveis, para fins da transferência dos ativos depositados, no contexto da liquidação coordenada pela IMF contratante.

Na verdade, ao que parece, a B3 pretende caracterizar a transferência de ativos mencionada acima como um serviço a ser contratado diretamente pelo investidor final e não pela câmara de compensação e liquidação - o que carece de qualquer sentido lógico, já que, por

¹¹ Disponível em

http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?4LNorn1UseRAl1Xd128h1YqpijzCgVoQTbTaXEHi74QoauMpnou9ioXMyG-pv6ZhOuL8bLBqT6nrbPSZdzjcyxw,,

determinação legal, a câmara é a única entidade autorizada e responsável pela prestação do serviço de liquidação aos investidores. Aliás, o próprio ACC, em outras cláusulas, evidencia que os Serviços de CSD ali mencionados serão prestados a outras IMF, e não, por exemplo, aos investidores finais¹².

Contudo, na política comercial apresentada na presente Consulta Pública, o preço pelos serviços prestados à câmara de compensação e liquidação contratante é dividido 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.

Ocorre que o investidor não pode ser cobrado diretamente por um serviço que é contratado pela câmara de compensação e liquidação para prestação de seus próprios serviços. O preço pelos serviços de compensação e liquidação das operações contratados pelo investidor junto a uma *clearing* deve ser pago integral e diretamente para esta última, e não para seus eventuais subcontratados.

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.

Por outro lado, é de se registrar que, ao caracterizar a transferência de ativos como um serviço que será prestado e cobrado diretamente do investidor, e não à câmara de compensação e liquidação – o que, conforme se disse, seria equivocado –, a B3 cria um artifício para excluí-lo do âmbito do contrato a ser celebrado com a IMF, e para que possa, no futuro, alterar o preço cobrado por tal serviço, sem necessidade de renegociação com a

¹² Vide, nesse sentido, Cláusulas 2.2 e 2.10 do ACC.

2.2. As Compromissárias incluirão, mediante aprovação da CVM, em seu (a) Regulamento de Acesso; (b) Manual de Acesso; (c) Regulamento da Central Depositária; (d) Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária; (e) Regulamento da Câmara BM&FBOVESPA; (f) Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara BM&FBOVESPA; (g) Manual de Administração de Risco, conforme atualmente em vigor as regras e os procedimentos relativos ao acesso (i) aos serviços de compensação e liquidação para operações do mercado à vista de renda variável atualmente prestados pela BVMF ("Serviços de CCP"); e (ii) aos serviços de depósito centralizado em relação a valores mobiliários de renda variável atualmente prestados pela BVMF ("Serviços de CSD"), **que viabilizem a prestação de tais serviços a outras IMFs** ("Regras de Acesso IMF"). (grifos nossos)

2.10. As Compromissárias se comprometem a empreender período de negociação de até 120 (cento e vinte) dias com qualquer **interessado na contratação da Prestação de Serviços CSD**. (grifos nossos)

IMF contratante - abrindo, assim, um perigoso espaço para abusos e práticas anticoncorrenciais.

(d) Total desconsideração de críticas e comentários previamente apresentados

Cumpra registrar, ainda, que diversas críticas e comentários que já haviam sido apresentados pela ACS com relação aos documentos e informações submetidos na presente Consulta Pública, inclusive aqueles mencionados no item acima, eram de pleno conhecimento da B3 anteriormente à publicação do Edital, e, no entanto, foram totalmente desconsiderados.

Nesse sentido, registramos que, em 16 de março de 2017, a ACS juntou publicamente aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11 dois documentos que haviam sido previamente apresentados à CVM, com críticas detalhadas e justificadas, relacionadas especificamente (1) às minutas de Regulamento e de Manual de Acesso propostas para as IMF e (2) à forma de cobrança proposta para a taxa de transferência. Os dois documentos seguem como anexos à presente manifestação preliminar.

No que se refere às minutas dos normativos de acesso, conforme exposto no primeiro documento, a ACS entende que as regras propostas merecem relevantes ajustes, uma vez que, além de violar o disposto na regulamentação em vigor, possuem disposições que abrem espaço para diversas discricionariedades e abusos por parte da B3.

Além disso, cumpre sempre lembrar, que o prazo para adaptação completa às disposições da Instrução CVM nº 541/13 – e, portanto, para aprovação de tais regras de acesso – se encerrou há muito tempo, em 31 de dezembro de 2015 e, no entanto, somente recentemente vieram a ser elaboradas e discutidas com o regulador. A ausência das normas de acesso por tanto tempo, desde a entrada em vigor da Instrução CVM nº 541/13, deixa potenciais entrantes em situação de incerteza em relação a uma série de condições que poderão ser impostas aos seus respectivos projetos empresariais, e que legitimamente já se esperava, no mínimo, que seriam públicas e definitivas, criando-se graves obstáculos concorrenciais.

Com relação à forma de cobrança pelos serviços, a ACS expôs seu entendimento – nos termos já brevemente descritos acima - no sentido de que toda cobrança feita pela central depositária da BM&FBovespa relacionada ao serviço de transferência de titularidade de ativos prestado a uma *clearing* deve ser dirigida a esta última, e não aos comitentes, por meio dos seus agentes de custódia.

Conforme destacado na documentação apresentada, o direcionamento da cobrança a quaisquer outros agentes que não a própria *clearing* contratante do serviço não faz qualquer sentido do ponto de vista lógico, uma vez que o serviço de transferência de titularidade é prestado diretamente para esta última, no âmbito do processo de liquidação *delivery versus payment* por ela coordenado. Além disso, a prestação desse e de qualquer outro serviço pela B3 deve obedecer ao princípio da isonomia, sendo vedada a prática discriminatória do rival.

Não obstante o conhecimento das críticas e considerações constantes de tais documentos, a B3 optou por desconsiderar integralmente todo e qualquer comentário previamente recebido e manteve *in totum* o conteúdo das minutas do Regulamento e do Manual de

Acesso, bem como a forma de cobrança inicialmente proposta, sem se preocupar, inclusive, em apresentar qualquer contrarrazão aos argumentos apresentados pela ACS.

A total falta de consideração e atenção aos comentários previamente apresentados pela ACS – aparente atual única entrante do mercado de *clearing* no Brasil e que vem, há anos, tentando contratar os Serviços de CSD da BM&FBovespa - só tem a prejudicar a construção de uma solução adequada para o tema em discussão. Além de intencionalmente evitar o confronto de ideias e argumentos, a opção feita pela B3 implica um retrocesso, na medida em que a faz com que a ACS tenha que reapresentar críticas e comentários que já poderiam ter sido endereçados pela B3 no próprio Edital. Tal situação é especialmente grave no atual contexto de violação da Instrução CVM nº 541/13 pela B3, por atraso na adaptação às suas disposições, conforme mencionado acima.

(e) Falta de informações e evidências com relação à fundamentação do preço proposto para os Serviços de CSD

Por fim, gostaríamos de registrar que consideramos incompletas e insuficientes as informações prestadas no Edital, pela B3, para fins de embasamento do preço proposto pelos Serviços de CSD – em especial, considerando-se que os valores apresentados para os Serviços CSD são desproporcionalmente superiores aos preços cobrados internacionalmente, conforme evidenciado em estudo de *benchmark* preparado pela Oxera Consulting LLC, o qual foi publicamente juntado pela ACS aos autos do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.

Nos termos do Edital, o preço proposto para a taxa de transferência de ativos decorre 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”*.

A referida cadeia de serviços é, então, dividida pela B3 em três grandes grupos de atividade, 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 relativas 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”*;
- (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 – seria, inclusive, recomendável que o fossem, para fins de transparência e adequada segregação de atividades - no entanto, hoje, elas estão abarcadas por um mesmo CNPJ, da B3.

Cada uma dessas unidades de negócios da B3 desempenha, 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, manutenção de *Depository Receipts*, tratamento de eventos corporativos, constituição de ônus e gravames e emissão de certidões.

Portanto, para além das demais críticas que podem ser feitas com relação às premissas adotadas para estabelecimento do preço proposto, a B3 deveria ter apresentado, no Edital, de forma clara, detalhada e específica, a lista de atividades desempenhadas por cada uma das unidades de negócios mencionadas acima, cujos custos e receitas estão sendo rebalanceados, bem como a respectiva proporção de tal re/balanceamento para cada atividade.

Considerando que os preços propostos pela B3 são destacadamente superiores àqueles praticados internacionalmente - e que a margem operacional praticada pela BM&FBovespa é extremamente elevada, típica de monopolista - faz-se ainda mais essencial que a apresentação ao mercado dos pressupostos para estabelecimento dos preços propostos seja feita de forma transparente, suficiente e completa, para que seja possível a adequada avaliação da matéria.

A esse respeito, cumpre notar que a decisão da CVM que tratou da aprovação da operação societária entre BM&FBovespa e CETIP menciona que tal proposta de contraprestações apresentada pela B3 foi elaborada a partir de demonstrações de resultados gerenciais, preparadas com base nas receitas brutas e custos alocados a cada atividade, de acordo com as metodologias ABC (*Activity Based Cost*) e *Equi-proportional Mark-Up*, as quais foram auditadas pela KPMG Auditores Independentes.

Nesse sentido, seria essencial que a B3 divulgasse ao mercado, de forma clara e detalhada, no âmbito da Consulta Pública, além das atividades específicas de cada unidade de negócio consideradas para fins do mencionado rebalanceamento, a metodologia utilizada pela KPMG para alocação de custos e receitas em tais atividades, bem como para auditar as referidas DRE gerenciais, informando também as bases de dados e eventuais outras fontes utilizadas, 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.

Cumpre registrar, desde logo, que as informações contidas na decisão da CVM sobre o assunto – informações estas que não foram incluídas no Edital – não são suficientemente claras e completas para se compreender os aspectos mencionados acima. Nesse sentido,

observamos que a nota de rodapé nº 9 da decisão da CVM traz a seguinte descrição sobre o tema:

“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”¹³

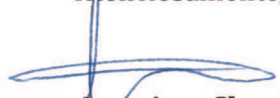
Portanto, como se pode perceber, tais informações não são suficientemente claras e completas para que se possa compreender (a) quais atividades específicas foram consideradas em cada uma das três unidades de negócios da B3 para fins do rebalanceamento proposto, e tampouco (b) a exata metodologia adotada no trabalho de alocação de custos e receitas para tais atividades.

II – Publicação Integral e Imediata desta Manifestação

Considerando que os esclarecimentos feitos na presente manifestação preliminar são essenciais para a adequada avaliação, pelo mercado, das informações e documentos disponibilizados no âmbito da Consulta Pública, solicitamos a V.Sas., sem prejuízo de providências no mesmo sentido pela ACS, inclusive junto às autoridades competentes, a **IMEDIATA E INTEGRAL PUBLICAÇÃO** do presente documento e de seus anexos no site da B3, juntamente com os demais documentos publicados no âmbito da Consulta Pública.

Agradecemos desde já a atenção.

Atenciosamente,


Americas Clearing System S.A.
Francisco Gurgel de A. Valente
Diretor


Patricia Iriarte
Procuradora

¹³ Disponível em

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

- 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/https/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.

- 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 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 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 sistemicamente 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 intermédio, 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, faculta-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>

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

Incluímos 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]

[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]

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

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	$E = C \cdot (1 - B) / D$	R\$49.096
Tarifa por negócio liquidado devida pelos investidores	F = A * 2 * E	R\$8,4

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%).

	2019	2020	2021	2022
Overall	100%	100%	100%	100%
By Region				
North America	100%	100%	100%	100%
Europe	100%	100%	100%	100%
Asia	100%	100%	100%	100%
Latin America	100%	100%	100%	100%
Africa	100%	100%	100%	100%
Oceania	100%	100%	100%	100%

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.

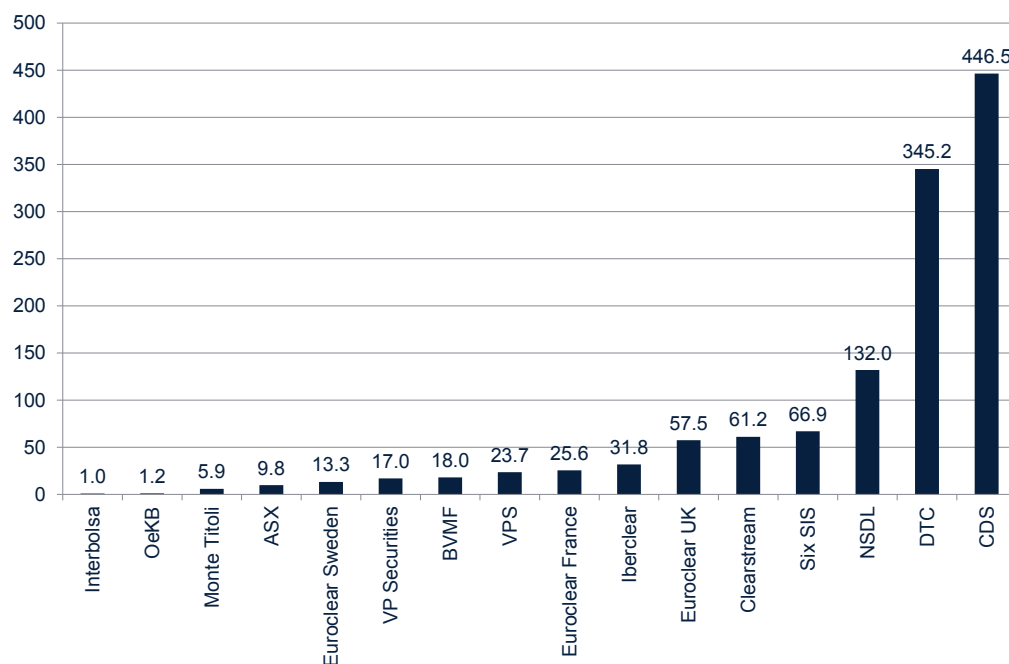
¹³ Para obter mais detalhes, consulte o Anexo A1.1.

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).

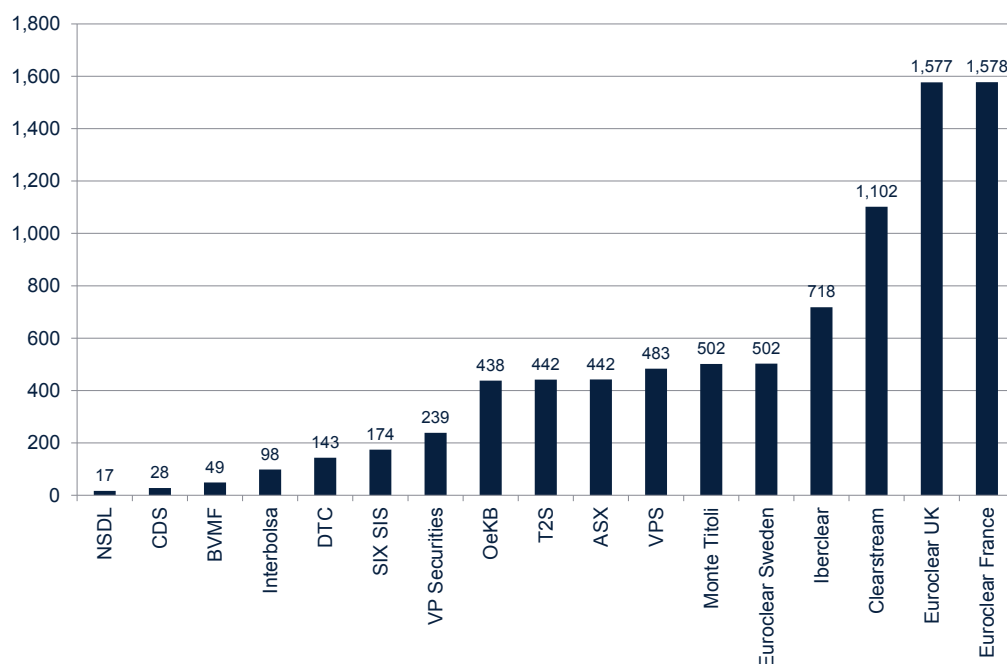
¹⁷ Aplicar as tarifas de liquidação quatro vezes na Austrália e no Canadá, como na Europa, não alteraria as conclusões feitas sobre as tarifas da BVMF, pois as tarifas de liquidação na ASX na Austrália e na CDS no Canadá são muitas vezes menores que as na BVMF.

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.

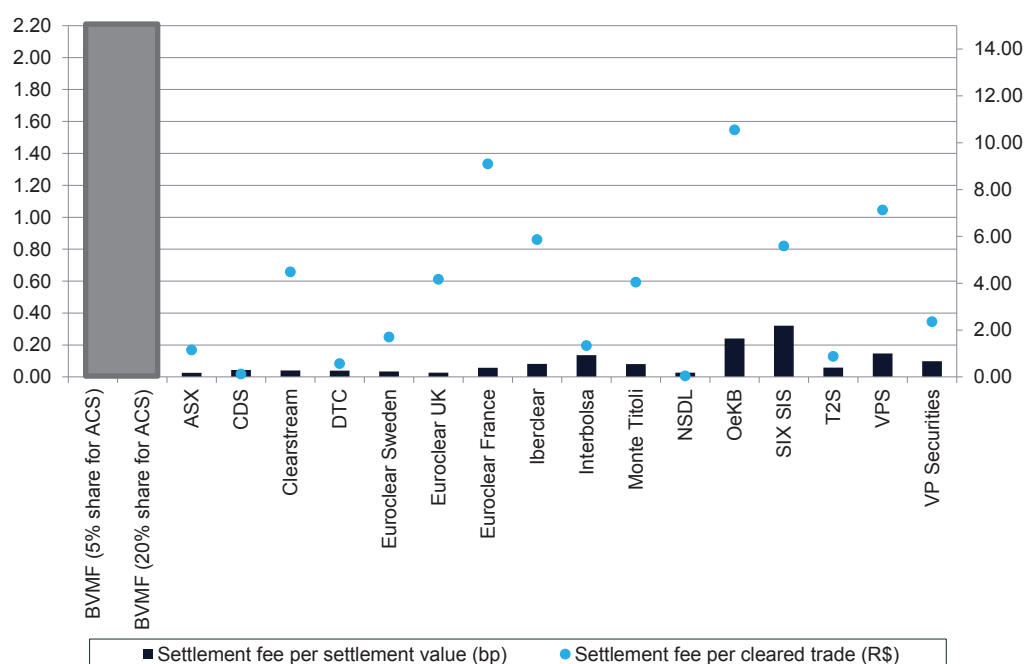
Fonte: Oxera

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/>.

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]	[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

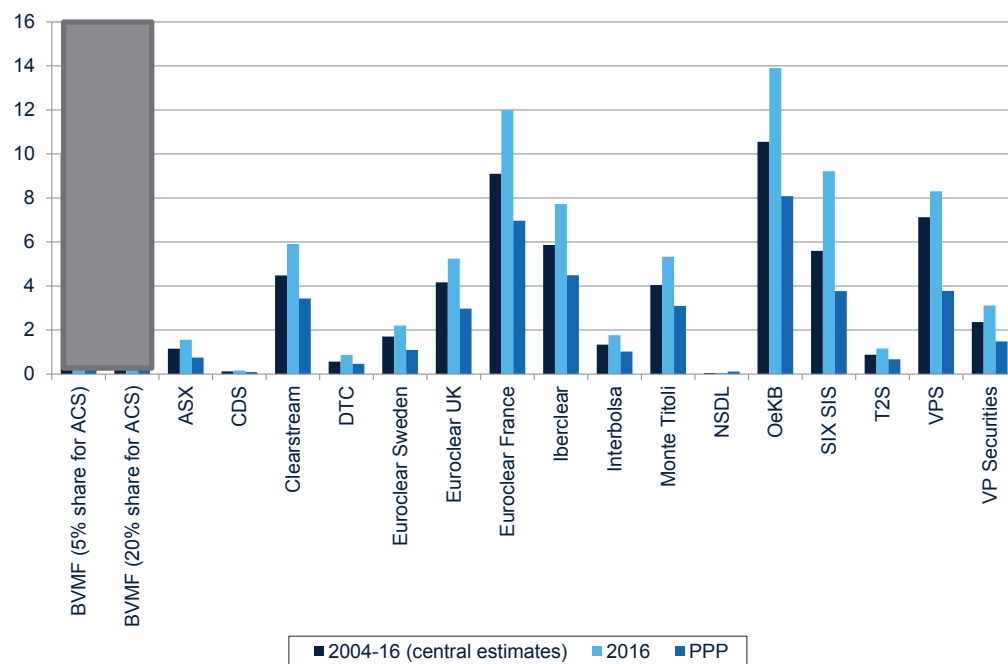


Fonte: Oxera, com dados da Datastream.

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 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]

[REDACTED]

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

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.



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

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.

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	$E = C \times (1 - B) / D$	R\$49,096
Fee per cleared trade payable by investors	$F = A \times 2 \times E$	R\$8.4

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%).

[illegible]

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:

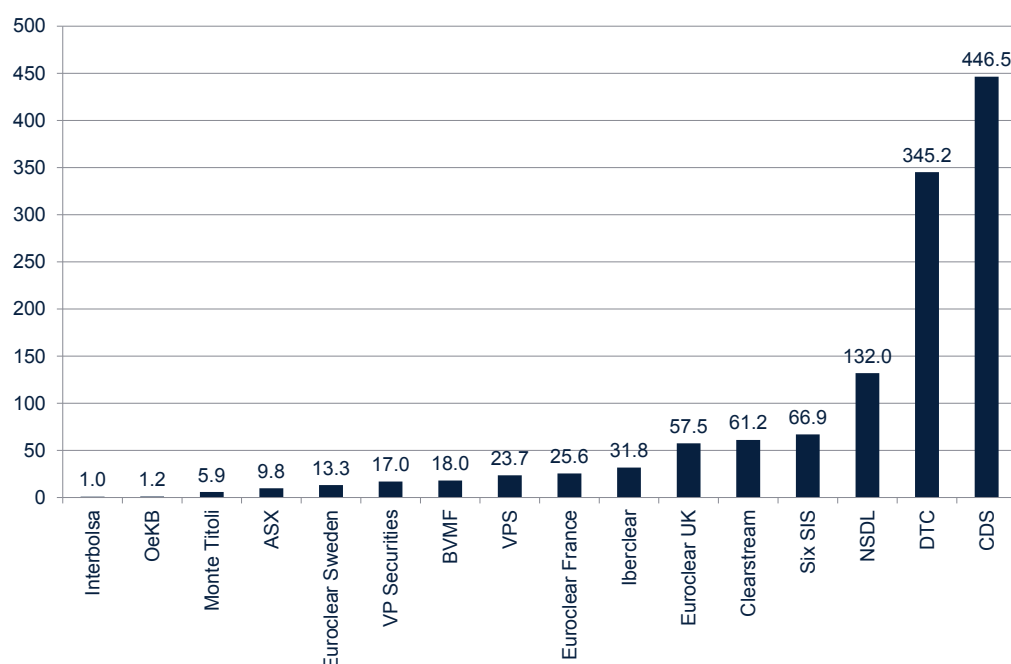
- **size of the market:** the comparators capture markets of different sizes in terms of number of settlement instructions, as shown on Figure 4.1 below, to control for the potential effect of economies of scale;
- **end-investor accounts:** since BVMF has end-investor accounts, among the comparators 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.

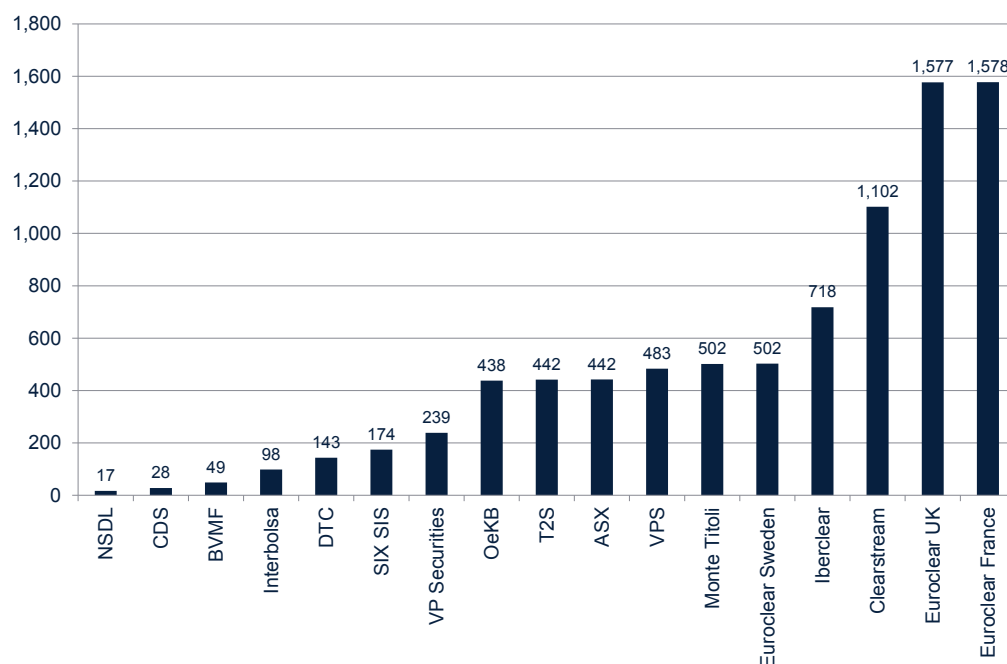
¹⁸ Euroclear Sweden has different fees for delivery and receipt, and in these cases we use an average that reflects the fact that in the analysis we account for the two sides of the transaction.

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).

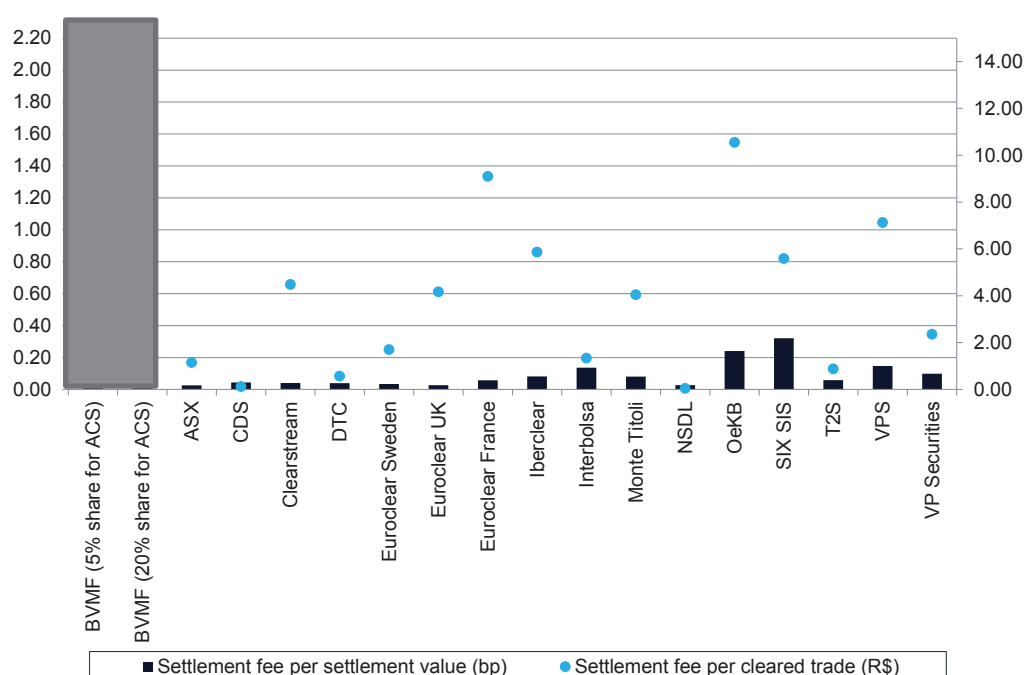
¹ CDS charges a higher fee for real-time settlement. Oxera has been informed that the majority of settlements at CDS go through the batch settlement system, and we therefore use the fee of CAD 0.03 applicable for this settlement type. If the real-time settlement fee were used instead, the fee per cleared 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/>.

²³ See ir.bmfbovespa.com.br/en/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

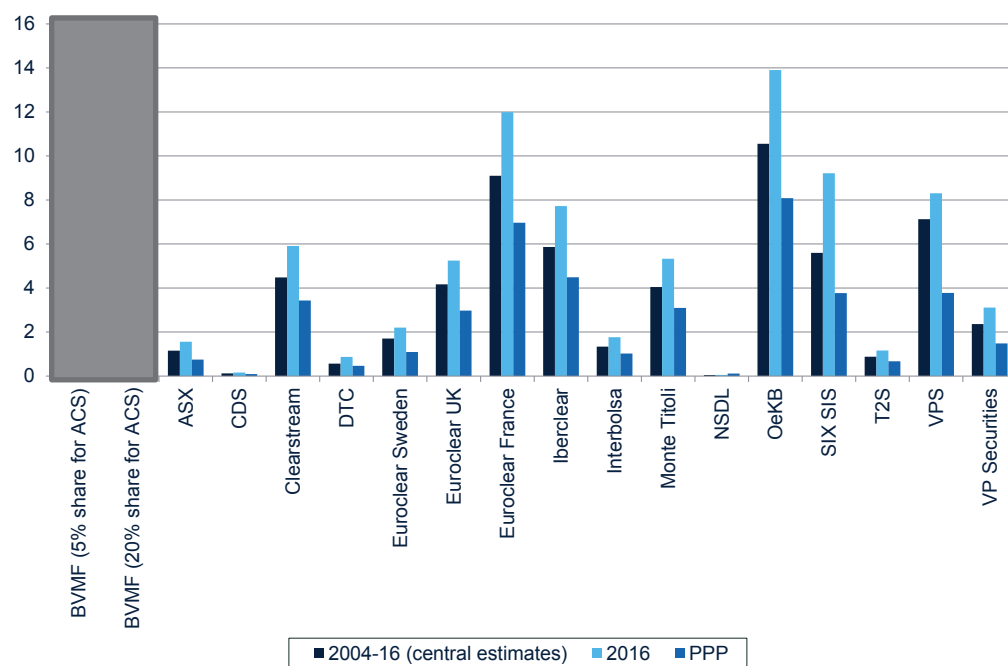


Source: Oxera, using data from Datastream.

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.
-