



ADVISIA
OC&C Strategy consultants

***Fairness opinion* para a estrutura de
tarifação e associação de autorregulador
único das entidades administradoras de
mercado**

Junho/2020

Sumário Executivo	3
1. Contexto.....	6
2. Análise da proposta regulatória e seus impactos.....	7
3. Diretrizes para proposição de mudanças à SDM 09/2019	14
3.1. Abordagem para definição de tarifa para serviços de autorregulação	14
3.1.1. Metodologias de definição de tarifa	14
3.1.2. Entendimento de elementos e tipos de custos.....	17
3.1.3. Entendimento sobre modelo de custos.....	20
3.1.4. Modelo de custos do atual autorregulador	27
3.1.5. Recomendação para definição de tarifa relacionada a serviços de autorregulação.....	30
3.2. Benefícios financeiros dos associados da entidade autorreguladora.....	32
3.3. Abordagem para avaliação de valor do autorregulador	34
Conclusões	40
Anexo 1 – Redação alternativa para art. 19 §2º	41

Sumário Executivo

No dia 27 de dezembro de 2019, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em sua página da Internet a Audiência Pública SDM 09/2019. A proposta divulgada tem como intuito fornecer uma nova regulamentação jurídica ao mercado de valores mobiliários, considerando o eventual cenário de coexistência de dois ou mais ambientes de negociação no Brasil. Atualmente, apenas uma empresa – a B3 – opera no país com ambiente de negociação de bolsa. Nesse contexto, a B3 contratou a ADVISIA OC&C Strategy Consultants para emissão de um parecer independente a respeito da proposta publicada, especificamente no que tange à situação do autorregulador único nos cenários de associação e prestação de serviços.

A SDM 09/2019 engloba três minutas: a **Minuta A**, que substitui a ICVM 461, introduzindo novas disposições sobre o funcionamento dos mercados de valores mobiliários; a **Minuta B**, que dispõe principalmente sobre a autorregulação unificada dos mercados organizados e a **Minuta C**, que altera a ICVM 505 para dispor sobre a questão do *best execution*. As disposições envolvendo a entidade autorreguladora unificada representaram o principal ponto de preocupação desta análise e, por isso, a Minuta B foi o foco da análise e recebeu um exame mais detalhado. As principais criticidades encontradas na Minuta B foram as seguintes:

- A abordagem para definição da tarifa paga pela contratação de serviços de autorregulação apresenta limitações, podendo resultar em cobranças mais baixas que um valor justo e, com isso, permitindo o *free-riding*;
- No modelo de associação proposto na minuta, não há clareza na definição dos benefícios financeiros que seriam obtidos por uma entidade ao associar-se ao autorregulador único;
- A abordagem para o cálculo do valor de aporte para associar-se ao autorregulador usa uma metodologia limitada, que subestima o real valor da entidade.

Nesse sentido, foram propostas algumas alternativas para endereçar os problemas encontrados. Para a definição da tarifa, propõe-se o uso de um modelo de custos que faça a alocação de todos os custos aos serviços providos pelo autorregulador por meio da metodologia FAC (do inglês *Fully Allocated Costs*, isto é, Custos completamente alocados). Por meio desse modelo,

garante-se que a tarifa contenha todos os custos incrementais, conjuntos e comuns alocados a um determinado serviço, bem como o custo de capital seja devidamente recuperado.

Para o modelo de associação ao autorregulador, sugeriu-se que a associação estivesse disponível para um pleiteante somente após ele atingir uma operação plena e estável, bem como uma participação minimamente significativa no seu mercado de atuação. Além disso, para evitar complexidades no cálculo de participação de mercado em cenários onde as entidades administradoras de mercado organizado e operadoras de infraestrutura de mercado financeiro atuam em diferentes segmentos de negócio, o critério de participação mínima de mercado poderia ser substituído pela métrica de consumo de uma parcela mínima dos serviços fornecidos pela entidade autorreguladora.

Também foi sugerido que os associados tivessem acesso a alguns benefícios que justificassem o aporte financeiro ao patrimônio do autorregulador. Os benefícios mais indicados para esse caso seriam abatimentos nas contribuições cedidas ao autorregulador, com base nas receitas da atividade sancionadora, e a desobrigação de pagar pelo custo de capital. Com isso, propõe-se também uma nova metodologia para avaliação de valor do autorregulador, similar ao método largamente utilizado de avaliação de valor por Fluxo de Caixa Descontado. Nessa nova abordagem, o valor aportado à entidade autorreguladora seria o valor presente líquido dos ganhos financeiros do associado diretamente relacionados aos benefícios obtidos ao associar-se, descontados a um WACC (do inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, isto é, Custo Médio Ponderado de Capital) setorial apropriado.

Para um melhor entendimento, o presente documento foi organizado da seguinte maneira:

- **Capítulo 1:** Nessa seção, é introduzida a motivação deste artigo e apresentado o contexto da Audiência Pública SDM 09/2019
- **Capítulo 2:** Nesse capítulo, é feita uma análise mais aprofundada da Minuta B, concentrando-se nos artigos que apresentam as principais criticidades detectadas
- **Capítulo 3:** Nesse capítulo, são propostas alternativas para contornar os problemas levantados no capítulo 2. É dividido em 3 subcapítulos, um para cada uma das principais criticidades elencadas:



- Seção 3.1: Nessa seção, são explicados diversos conceitos relacionados à definição de tarifa e é introduzido o modelo de custos
- Seção 3.2: Nessa parte, são propostos os benefícios que seriam adquiridos por uma entidade ao associar-se ao autorregulador
- Seção 3.3: Nessa seção, é proposta uma nova abordagem para avaliação do valor da entidade autorreguladora
- **Conclusões:** São trazidas as considerações finais do trabalho

1. Contexto

No dia 27 de dezembro de 2019, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em sua página da Internet a Audiência Pública SDM 09/2019. A proposta divulgada tem como intuito fornecer uma nova regulamentação jurídica ao mercado de valores mobiliários, considerando o eventual cenário de coexistência de dois ou mais ambientes de negociação no Brasil. Atualmente, somente uma empresa – a B3 – opera com negociação de bolsa no país.

O documento divulgado engloba três minutas, a saber:

- **Minuta A:** em substituição à Instrução CVM 461, introduz novas disposições na regulamentação sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e sobre a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado
- **Minuta B:** dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários
- **Minuta C:** modifica a Instrução CVM 505, sobre a execução de ordens no interesse do cliente no cenário de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*)

Nesse contexto, a B3 contratou a ADVISIA OC&C Strategy Consultants (referida adiante simplesmente como “ADVISIA”) para emissão de um parecer independente a respeito da proposta publicada, especificamente no que tange à situação do autorregulador único nos cenários de associação e prestação de serviços.

2. Análise da proposta regulatória e seus impactos

A proposta da Audiência Pública SDM 09/2019, apresenta três minutas que dispõem sobre assuntos distintos dentro do contexto de coexistência entre ambientes de negociação no mercado Brasileiro. A Minuta B da proposta, com 58 artigos distribuídos em 10 capítulos, trata, principalmente, da constituição, organização e funcionamento do órgão autorregulador unificado e representou o principal aspecto de preocupação em nossa análise. Nos parágrafos a seguir, são endereçados os principais pontos de fragilidade encontrados nessa minuta.

O art. 5º, conforme publicado pela CVM, encontra-se reproduzido a seguir.

Art. 5º O valor da contraprestação a ser paga em função da celebração de contrato de prestação de serviços ou a ser aportado ao patrimônio da entidade autorreguladora pelas entidades que pleiteiam a associação deve considerar o princípio da liberdade de acesso e de respeito à concorrência, não podendo se constituir em mecanismo de indevida restrição à participação no mercado.

(Fonte: CVM - SDM 09/2019 Minuta B, grifo nosso)

O texto disposto no art. 5º veda a possibilidade de que o valor a ser pago como contraprestação em um contrato de prestação de serviços ou como aporte para pleiteio de associação seja utilizado como mecanismo de restrição à participação no mercado. Ora, para que essa proibição seja aplicada de forma objetiva, é preciso ter critérios claros e bem definidos sobre quando um valor de contraprestação pode ser considerado um mecanismo de restrição à participação no mercado. Mais ainda, é preciso que esses critérios estejam devidamente alinhados com boas práticas de cálculo de tarifa, a fim de garantir que a norma seja justa e não favoreça indevidamente nenhuma das partes.

O art. 6º, cujo texto é reproduzido a seguir, busca dispor sobre os procedimentos e critérios para a contratação da prestação de serviços e associação do órgão regulador.

Art. 6º O estatuto da entidade autorreguladora deve dispor sobre os requisitos e procedimentos aplicáveis ao processo de associação e de contratação da prestação de serviços, observado o seguinte:

I – os critérios para apurar o valor a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora pelas entidades que pleiteiem a

associação deve se limitar ao ressarcimento dos investimentos realizados e não depreciados ou amortizados até a data da associação, proporcionalmente ao número de cotas de que venham a ser titulares; e

II – a contraprestação a ser paga pelas entidades que pleiteiem a celebração de contrato de prestação de serviços deve observar o disposto no § 2º do art. 19.

Parágrafo único. O estatuto deve dispor ainda sobre a proporção mínima e máxima do patrimônio da entidade autorreguladora de que as entidades associadas podem ser titulares, devendo a proporção máxima ser fixada conforme critérios de apuração da participação de mercado estabelecidos no estatuto.

(Fonte: CVM - SDM 09/2019 Minuta B, grifo nosso)

O enunciado do inciso I do *caput* do art. 6º estabelece um limite para o aporte financeiro efetuado pela empresa que pleiteia associar-se à entidade autorreguladora. Entretanto, o cálculo do valor limite é feito por meio de um racional não recomendável e pouco apropriado, pois considera apenas o valor patrimonial contábil, o que, muitas vezes, não reflete o valor real da entidade. Mesmo para organizações sem finalidade lucrativa, como é o caso da entidade autorreguladora, o cálculo do valor da entidade por meio do valor patrimonial contábil não é uma abordagem recomendada devido aos problemas que apresenta. Essencialmente, esse método despreza o custo do capital e os ativos intangíveis da entidade, como o conhecimento acumulado ao longo do seu amadurecimento, no caso de um autorregulador já existente.

Além disso, a abordagem em questão não leva em consideração as vantagens obtidas pelo pleiteante com a operação futura da entidade autorreguladora, como, por exemplo, o acesso a outras fontes de receita da entidade autorreguladora. Como essas receitas seriam utilizadas para custear algumas atividades do autorregulador, os custos arcados pelo pleiteante seriam reduzidos ao se tornar associado. A metodologia de avaliação de valor utilizada no art. 6º pode, portanto, configurar uma vantagem indevida ao pleiteante devido às questões levantadas. Uma abordagem mais justa para o cálculo da quantia financeira a ser aportada por um pleiteante à associação é sugerida no capítulo seguinte.



O art. 7º, transcrito a seguir, dispõe sobre a prestação de serviços por parte do órgão autorregulador durante o período de negociação do contrato de prestação de serviços ou da associação.

Art. 7º A entidade autorreguladora deve prestar os serviços de regulação e supervisão previstos nesta Instrução à entidade que pleiteia a celebração de contrato de prestação de serviço ou a associação, a partir da data da concessão, pela CVM, da autorização para funcionamento da pleiteante como entidade administradora de mercado organizado ou como operadora de infraestrutura do mercado financeiro, independentemente do valor a ser pago em função do contrato de prestação de serviço ou a ser aportado no patrimônio da entidade autorreguladora ainda estar em negociação.

§ 1º O valor a ser pago em função dos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação de que trata o caput será determinado considerando-se:

I – o repasse dos custos decorrentes das alterações realizadas no plano de trabalho da entidade autorreguladora em razão da prestação do serviço à entidade pleiteante, nos casos em que tais alterações impliquem utilização de recursos incrementais; e

II – o rateio do custo fixo de acordo com o critério previsto no inciso II do § 2º do art. 19.

§ 2º O valor pago em função dos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação de que trata o caput poderá ser:

I – abatido do valor a ser aportado pela entidade que pleiteia associação; ou

II – suplementado após a celebração do contrato previsto no inciso II do art. 4º, de modo a ressarcir a entidade autorreguladora de custos que pudessem ser alocados ao pleiteante desde o início da prestação de serviços se a contraprestação prevista no § 2º do art. 21 fosse conhecida desde então.

(Fonte: CVM - SDM 09/2019 Minuta B, grifo nosso)

O parágrafo primeiro do art. 7º define um racional de cálculo para a contrapartida financeira a ser paga pelos serviços prestados pela entidade autorreguladora durante o período de negociação com a entidade pleiteante. Segundo os incisos I e II do art. 7º, § 1º, a tarifa paga pelo pleiteante compreende o repasse dos custos incrementais decorrentes de alteração do plano de

trabalho da entidade autorreguladora e o rateio dos custos fixos segundo um critério pré-estabelecido. No entanto, esse racional apresenta algumas limitações que podem criar uma vantagem indevida à entidade que está pleiteando a contratação de serviços ou associação, repassando-lhe custos abaixo do que seria uma cobrança justa. Ao levar em consideração apenas os custos incrementais e um rateio do custo fixo, a metodologia de cálculo proposta na minuta permite que o contratante usufrua do ganho de escala sem custear apropriadamente a estrutura robusta da entidade autorreguladora. Com isso, pode ocorrer a vantagem injusta de “efeito carona” (*free-riding*, em inglês).

Segundo Albanese e Van Fleet (1985)¹, o *free-riding* pode ser definido como o efeito de atuação em que “um membro de um grupo obtém benefícios da filiação ao grupo, porém não suporta um compartilhamento proporcional dos custos de prover tais benefícios”. Dessa forma, ao contribuir apenas com os custos incrementais e uma pequena fração do custo fixo, o contratante poderia ser classificado como *free-rider*. Uma contribuição justa por parte do contratante dos serviços de autorregulação deve ser suportada por um racional robusto de alocação de custos. No próximo capítulo, é sugerida uma abordagem mais justa e assertiva para a alocação dos custos.

O art. 7º ainda acarreta outro problema, dessa vez em seu parágrafo segundo. De acordo com o inciso I desse parágrafo, o valor pago pelo pleiteante em função dos serviços prestados durante o período de negociação poderia ser abatido no valor a ser aportado para o pleiteio de associação. Contudo, tal abatimento não deveria acontecer, visto que o valor pago durante o tempo de negociação serve unicamente para cobrir os custos relacionados à prestação dos serviços, ou seja, do ponto de vista contábil é um custo de prestação de serviço (*Opex – Operational expenditure*).

O aporte para pleiteio de associação, por outro lado, não é pago como contrapartida pelos serviços prestados, logo sendo caracterizado como um investimento (*Capex – Capital expenditure*) na contabilidade, e portanto, tendo implicações fiscais diferentes. Além disso, é importante

¹ Albanese, R. & Van Fleet, D. D. (1985). Rational behavior in groups: The freeriding tendency. The Academy of Management Review, 10(2), 244 [Tradução livre]



esclarecer que mesmo associados são obrigados a continuar custeando os serviços consumidos por meio de contribuições recorrentes, isto é, pagamento pelos serviços prestados (*Opex*).

Dessa forma, dada a divergência de destinação entre ambos os pagamentos, o valor pago como contrapartida pelos serviços prestados no período de negociação não pode ser visto como um adiantamento do aporte para pleiteio de associação e, portanto, não pode ser abatido no mesmo.

No âmbito da alocação de custos, o art. 7º, § 1º, inc. II aponta o art. 19 como referência para os critérios de rateio de custo fixo. O art. 19, reproduzido a seguir, dispõe sobre as contraprestações pagas pelos serviços da entidade autorreguladora e a destinação desses valores.

Art. 19. As despesas necessárias ao funcionamento da entidade autorreguladora devem ser custeadas por:

I – contribuições das entidades associadas; e

II – contraprestações pagas pelas entidades contratantes.

§ 1º Os recursos relativos a multas e contrapartidas financeiras em termos de compromisso decorrentes da atividade sancionadora da entidade autorreguladora devem compor seu orçamento e ser destinados, preferencialmente, para a indenização de terceiros lesados pela conduta objeto do processo administrativo disciplinar, sempre que possível a sua identificação e a apuração do montante do prejuízo, ou para o custeio das atividades educacionais e de desenvolvimento de mercado praticadas pela entidade autorreguladora.

§ 2º A contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes deve considerar:

I – os custos decorrentes das ações de supervisão previstas no plano de trabalho da entidade autorreguladora que possam ser alocados, de forma integral ou compartilhada, às atividades desenvolvidas pela entidade contratante;

II – os custos indiretos, tais como os custos administrativos e de representação institucional, segundo critério de rateio que contemple a proporção entre o custo total das atividades de autorregulação desenvolvidas pela entidade autorreguladora e o custo das atividades de supervisão alocadas à entidade contratante; e



III – a possibilidade de ajustes nos pagamentos efetuados caso haja variação entre os custos previstos e aqueles efetivamente incorridos.

(Fonte: CVM - SDM 09/2019 Minuta B, grifo nosso)

Segundo o inciso I do *caput* do art. 19, as entidades associadas também devem fornecer contribuições para custear o funcionamento do autorregulador. Tal condição é importante para a saúde financeira do autorregulador, uma vez que os associados continuam consumindo serviços da entidade autorreguladora e devem, então, arcar com os custos incorridos com esses serviços. O artigo não indica, porém, um racional de cálculo para o valor pago por cada um dos associados. Por uma questão de coerência e simplicidade, o cálculo das contribuições feitas pelos associados pode utilizar a mesma metodologia de alocação de custos empregada para o cálculo da tarifa paga por entidades contratantes de serviços. Essa abordagem sugerida será detalhada no próximo capítulo.

O primeiro parágrafo do art. 19 trata da destinação das receitas provenientes da atividade sancionadora da entidade regulatória. O enunciado do parágrafo afirma que esses recursos devem ser destinados, preferencialmente, para indenização de terceiros ou para o custeio de atividades educacionais. Então, nos casos em que tais recursos excedam os custos despendidos com as atividades preferenciais, eles poderiam ser utilizados para cobrir os custos de outras atividades. Com isso, enquanto entidades contratantes da prestação de serviços deveriam arcar com os custos incorridos conforme suas atividades, entidades associadas teriam acesso à redução de custo proporcionada pelas receitas excedentes da entidade autorreguladora. Uma discussão mais detalhada a respeito é feita no próximo capítulo.

O segundo parágrafo do art. 19 traz considerações a respeito da alocação dos custos, a fim de definir a contraprestação a ser paga pelo contratante. O inciso I do referido parágrafo remete à necessidade de alocar os custos incorridos pelo autorregulador às atividades do contratante. Para ser justa para ambas as partes, tal alocação só pode ser feita por meio de uma metodologia objetiva e bem fundamentada, como um modelo de custo. Esse método também permite um rateio mais assertivo dos custos indiretos, já que o critério de rateio explicitado no inciso II do art. 19, § 2º, conhecido como EPMU (do inglês, Equi-Proportional Mark-Up), considera os custos indiretos como

proporcionais aos diretos, o que nem sempre é a melhor alternativa. No próximo capítulo, discute-se com mais detalhes a abordagem do modelo de custos.

Portanto, considerando a Minuta B proposta pela CVM, em nossa avaliação, os principais tópicos que deveriam ser aperfeiçoados, de forma a tornar a norma em discussão mais objetiva, justa e garantir transparência para todos os atuais e potenciais participantes do mercado de valores mobiliários, são os seguintes:

- Abordagem para definição da tarifa paga pelos serviços de autorregulação
- Benefícios financeiros obtidos pela associação ao autorregulador
- Abordagem para avaliação de valor do autorregulador único

Iremos discorrer com mais detalhes os conceitos e propor alternativas viáveis para garantir melhorias nos itens acima citados no capítulo subsequente.

3. Diretrizes para proposição de mudanças à SDM 09/2019

Conforme mencionado no capítulo anterior, a discussão das mudanças propostas à SDM 09/2019 será norteadas por três principais criticidades detectadas na minuta B. Nos tópicos 3.1, 3.2 e 3.3, são exploradas, separadamente, cada uma dessas criticidades.

3.1. Abordagem para definição de tarifa para serviços de autorregulação

3.1.1. Metodologias de definição de tarifa

Para este parecer, adotamos a definição mais amplamente utilizada de que tarifa eficiente é aquela que cobre adequadamente os custos da empresa e do capital investido, garantindo a continuidade de prestação de serviços com qualidade e segurança, incentivando o desenvolvimento contínuo dos serviços, com vistas à maximização do benefício para a sociedade.

Existem diversas metodologias utilizadas no mercado em vários setores para definição de tarifas, conforme explicitado na Figura 3-1.

Metodologia	Descrição
Orientadas a custos	Tarifas levam em consideração o custo associado às estruturas, ativos e processos para a prestação de serviços
Bill and Keep	Baseada no não-pagamento de tarifas entre prestadoras do mesmo serviço
Efficient Component Pricing Rule (ECPR)	Tarifa calculada pela diferença entre preço de varejo e os custos de varejo, acrescido com os custos adicionais gerados pelo serviço
Price Cap	Tarifas e preços cobrados por um serviço ajustados ano a ano por agência reguladora
Regulação da taxa de retorno	Preços dos serviços são estabelecidos de tal forma a gerar um lucro limitado para as prestadoras
Revenue Sharing	Tarifa paga pela prestadora entrante ao incumbente é uma percentagem específica da fatia de sua receita pelo serviço
Benchmarking	Tarifa obtida pelo mínimo, média, máximo ou outra comparação com valores praticados por um conjunto de países comparáveis
Outros	<ul style="list-style-type: none"> Sem controle de preços Preços justos e razoáveis Regulação de intervalo de taxa de retorno Congelamento de preços Caso de moratória

Fonte: ADVISIA OC&C Strategy Consultants

| © OC&C Strategy Consultants 2019

13

Figura 3-1: Metodologias comumente usadas para definição de tarifas (não exaustivo)

A escolha da metodologia aplicável mais adequada é feita caso a caso, considerando diversos fatores tais como, características de mercado, facilidade e disponibilidade de acesso à informação, dentre outros:

- Criticidade do serviço (ou impacto ao mercado no caso de falha na prestação do serviço);
- Grau de utilização do serviço pelos agentes;
- Grau de sustentabilidade econômica do serviço;
- Necessidade de incentivo à inovação tecnológica;
- Arcabouço regulatório, considerando requisitos obrigatórios;
- Riscos potenciais na implementação de nova tarifa e impactos indiretos;
- Disponibilidade de informações para análises e viabilidade de implementação da metodologia.

Para serviços com características semelhantes aos providos pelo autorregulador único, com diversas linhas de serviços compartilhando infraestruturas/ plataformas tecnológicas, boas práticas nacionais e internacionais² recomendam a utilização da metodologia de tarifação orientada a custos que, como o próprio nome diz, considera como base o levantamento de todos os custos e despesas diretas e indiretas à prestação do serviço em questão.

A metodologia é a mais recomendada pois:

- Certifica o pagamento de todos os custos e despesas diretos e indiretos à operação de autorregulação e supervisão, o que garante uma operação sustentável, não deficitária;
- Garante o pagamento do custo do capital investido, evitando fuga de investimentos e/ ou deterioração dos serviços prestados ao longo do tempo;
- Recupera adequadamente os novos investimentos, viabilizando desenvolvimentos futuros para a contínua melhoria dos serviços de autorregulação com maior disponibilidade, segurança e confiabilidade.

Ademais, essa metodologia é usada por uma série de agências e órgãos reguladores setoriais da administração pública federal brasileira, como, por exemplo, Banco Central do Brasil³, Anatel⁴ e Aneel⁵. Mais detalhes sobre os métodos aplicados por órgãos reguladores nacionais serão dados na seção 3.1.3.

Como exemplo prático do emprego de tarifação orientada a custo vigente no setor financeiro brasileiro, pode-se mencionar a CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos). A CIP, conforme definido em seu estatuto⁶, é uma associação sem fins lucrativos integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Sua função é fornecer diversas soluções e serviços para o mercado

² GSMA. Best practices in cost modelling. Disponível em:

<<https://www.gsma.com/mobilefordevelopment/wp-content/uploads/2014/10/settingofmobileterminationrates.pdf>>

³ BCB - Nota Deban/Conep 2001/001 – Tarifas no STR: Nota Metodológica. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/spb/tarifaSTR.pdf>>

⁴ Anatel - resolução 396/2005, resolução 619/2013, resolução 639/2014, dentre outras

⁵ Aneel – Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/tarifas>>

⁶ CIP. Estatuto Social da CIP. Disponível em:

<https://www.cip-bancos.org.br/Juridico/Estatuto%20Social_vers%C3%A3o%20portugu%C3%AAs.pdf>

financeiro, como, por exemplo, a compensação e a liquidação de Transferência Eletrônica Disponível (TED).

Segundo o estatuto da CIP, as tarifas dos serviços prestados pela entidade são definidas com base no custo total da operação, incluindo depreciação ou amortização de bens do ativo permanente, e podendo ainda compreender o custo de aquisição de bens, direitos e serviços para o incremento da capacidade de prestação de serviços, bem como os custos de constituição ou recomposição de fundos de provisão para perdas causadas pela ocorrência de riscos operacionais.

No cenário internacional, a FINRA, entidade autorreguladora de bolsas dos Estados Unidos, também define suas tarifas com base em seus custos. Segundo o certificado de incorporação da FINRA⁷, a entidade se configura como uma organização sem fins lucrativos. Com isso, o estatuto⁸ da entidade estabelece que a autorreguladora deve cobrar taxas regulatórias dos membros, as quais são projetadas para recuperar os custos incorridos pela FINRA para supervisão e regulação dos associados, englobando tanto os custos de operação quanto os investimentos incorridos, como, por exemplo, custos de desenvolvimento. O estatuto ainda define que, periodicamente, as receitas e os custos serão revisados pela FINRA para determinar a taxa aplicável.

É preciso notar que a tarificação orientada a custo é uma metodologia sofisticada, que demanda um grande conhecimento das atividades executadas para prestação dos serviços e a utilização correta dos distintos conceitos de custos.

3.1.2. Entendimento de elementos e tipos de custos

É importante o adequado conhecimento dos conceitos de custos e características discutidos nas Figura 3-2 e Figura 3-3 abaixo:

⁷ FINRA. Restated Certificate of Incorporation of Financial Industry Regulatory Authority, Inc. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/corporate-organization/restated-certificate-incorporation-financial>>

⁸ FINRA. Schedule A to the By-Laws of the Corporation. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/corporate-organization/schedule-laws-corporation>>

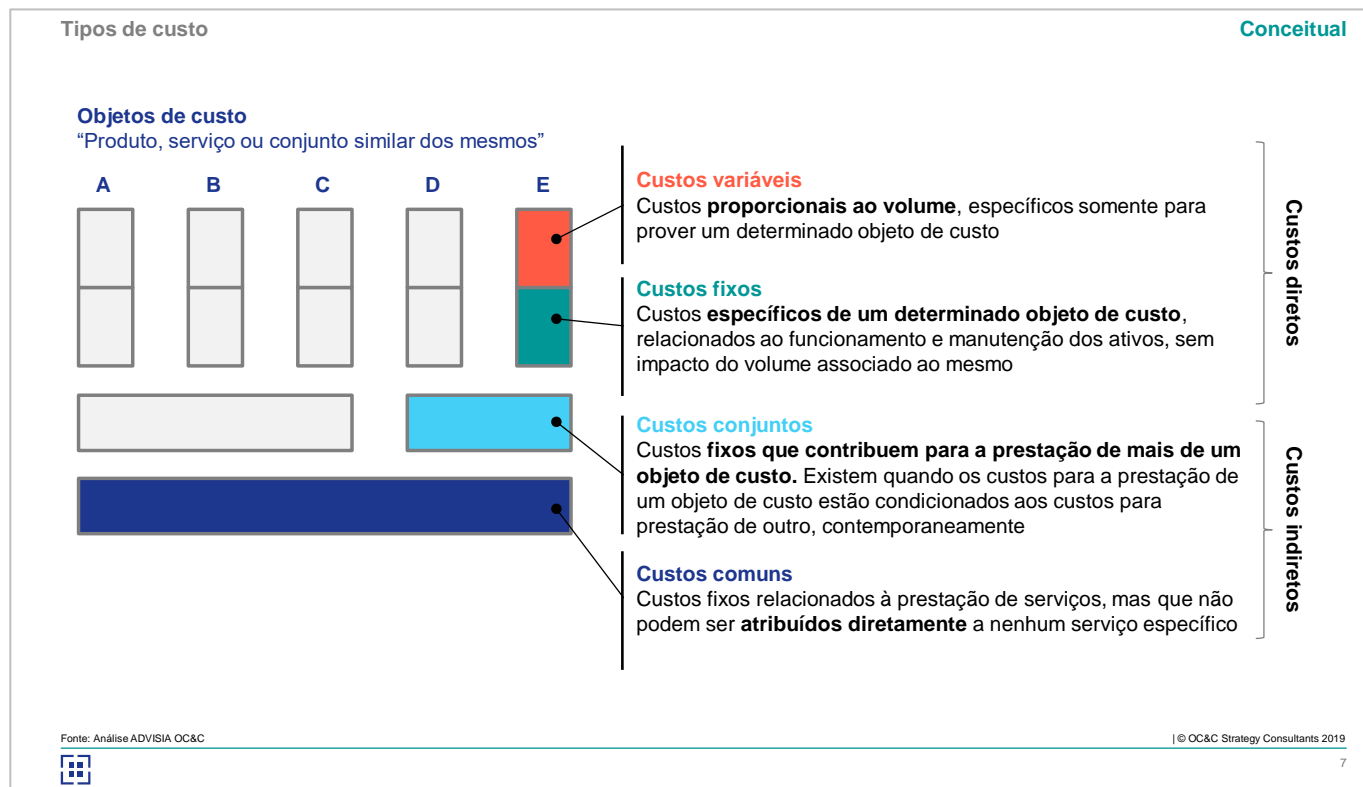


Figura 3-2: Esquema de tipos de custo organizacionais

Explicitando os conceitos apresentados na Figura 3-2 acima:

- **Objeto de custo:** É o objeto a ser custeado, como, por exemplo, uma linha de serviço ou um conjunto de produtos similares. No contexto de autorregulação, alguns exemplos de objetos de custo são: auditorias de corretoras, análises de atipicidades e julgamentos plenos.

De forma simplificada, podemos identificar e dividir os custos das empresas entre: fixos, variáveis, conjuntos e comuns sob os seguintes critérios:

- **Custos variáveis:** São custos proporcionais ao volume de produtos ou serviços prestados, e devem ser específicos somente para prover um determinado serviço ou produzir um determinado produto. Exemplos de custos variáveis são as despesas com viagens para realização de auditorias;
- **Custos fixos:** São custos específicos de um determinado serviço, relacionados ao funcionamento e manutenção dos ativos, sem importar o volume associado ao

mesmo; mesmo na ausência de produção ou prestação de serviços os custos fixos continuam existindo. Um exemplo de custo fixo é o salário dos auditores;

- **Custos conjuntos:** São custos fixos os que contribuem para a prestação de mais de um serviço. Existem quando os custos para a prestação de um serviço estão condicionados aos custos para prestação de outro, contemporaneamente. Um exemplo de custo conjunto é uma licença de um software empregado na prestação de dois ou mais serviços (objetos de custo) diferentes;
- **Custos comuns:** São custos relacionados à operação da empresa como um todo, mas que não podem ser atribuídos diretamente a nenhum produto ou serviço específico. Um clássico exemplo de custos comuns são os custos administrativos.

Tendo em vista essas definições, a Figura 3-3 evolui em conceitos usuais quando o tema tratado é a tarifação orientada a custos:

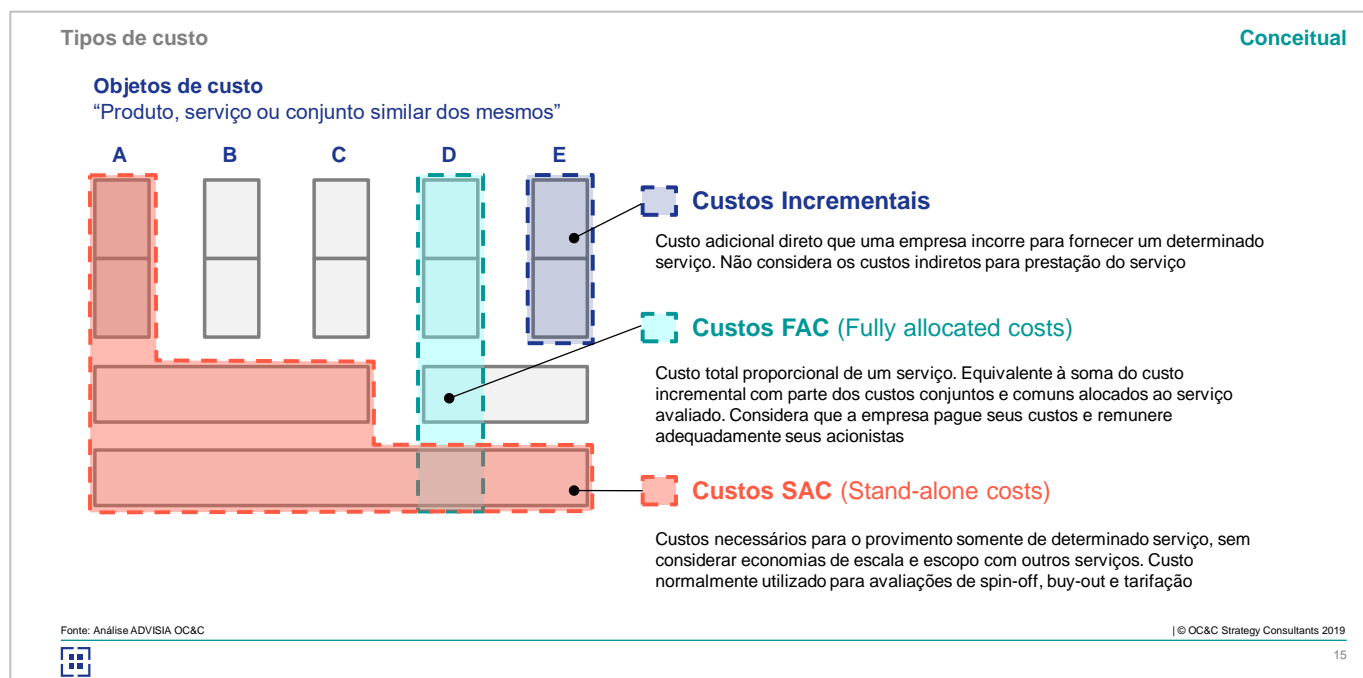


Figura 3-3: Esquema de tipos de alocação de custos

Para definição de tarifas, os conceitos mais usuais em termos de custeio são:

- **Custos incrementais:** É a soma dos custos variáveis e fixos que a empresa incorre para fornecer um objeto de custo, usualmente calculado como o custo 'evitado' pela empresa no caso da descontinuidade do mesmo.

*Exemplo ilustrativo: gasto de energia e processamento para prover determinado serviço (R\$1.000/ano) + gasto do pessoal dedicado alocado direta e exclusivamente à prestação do mesmo serviço (R\$50.000/ano) = **Custo incremental R\$51.000/ano***

- **Custos FAC:** É a soma dos custos incrementais com a parcela dos custos conjuntos e comuns alocados direta ou indiretamente ao objeto de custo avaliado; o custeio FAC assegura alocação de 100% dos custos da empresa a objetos de custo e garante o correto ressarcimento do capital para a continuidade das operações.

*Exemplo ilustrativo: Custo incremental R\$51.000/ano + Custos rateados do pessoal de desenvolvimento da plataforma sob a qual o serviço é prestado (Custos conjuntos) R\$1.000.000/ano + Custo rateados das áreas suporte à operação da empresa (Custos comum) R\$100.000/ano = **Custo FAC R\$1.151.000/ano***

- **Custos SAC:** É a metodologia que considera o custeio de um objeto de custo no caso da descontinuidade de todos os outros objetos de custo. Este custeio desconsidera qualquer ganho de escala e escopo que a empresa possua em virtude de ter um portfólio amplo de serviços e produtos.

*Exemplo ilustrativo: Custo incremental R\$51.000/ano + Custos totais do pessoal de desenvolvimento da plataforma sob a qual o serviço é prestado (Custos conjunto) R\$5.000.000/ano + Custo totais das áreas suporte à operação da empresa (Custos comum) R\$900.000/ano = **Custo SAC R\$5.951.000/ano***

Uma vez sedimentados os conceitos de custo, há algumas abordagens para elaboração da modelagem de custo discutidas na próxima seção.

3.1.3. Entendimento sobre modelo de custos

Inicialmente, serão apresentados os principais conceitos para a construção do modelo de custos detalhados na Figura 3-4 abaixo:

	Conceito	Composições	Exemplos de linhas
Capital Empregado	Ativo total operacional da empresa, subtraído dos passivos não onerosos	Ativos totais subtraídos de caixa e aplicações financeiras subtraídos de passivos totais (exceto empréstimos e financiamentos)	<ul style="list-style-type: none"> Equipamentos de transmissão Veículos Imóveis Obrigações com provedores
Gastos Operacionais	Gastos da empresa com prestação de serviços	Gastos totais (exceto gastos não operacionais)	<ul style="list-style-type: none"> Depreciação Gastos administrativos Comissões Gastos com marketing
Estruturas de alocação	Agrupamentos de contas ou estruturas com a funcionalidade de direcionar os custos de forma lógica até os serviços	N/A	<ul style="list-style-type: none"> Estruturas de rede Processo de venda Serviços (Objetos de custo)
Direcionadores	Lógica utilizada para alocação de gastos	Volumes de vendas, receitas, gastos, valor dos ativos, dentre outros indicadores.	<ul style="list-style-type: none"> Proporcional ao valor do ativo Proporcional à receita dos produtos

Fonte: ADVISIA OC&C

15

Figura 3-4: Principais conceitos usados para elaboração de modelos de custos

- **Capital Empregado:** ativo total operacional da empresa, subtraído dos passivos não onerosos ou dívidas;
- **Gastos Operacionais:** gastos de uma empresa com prestação de serviços, incluindo despesas comerciais, gerais e administrativas;
- **Estrutura de Alocação:** agrupamentos de contas ou estruturas com a funcionalidade de direcionar os custos de forma lógica até os objetos de custo, cujo conceito foi apresentado no início da seção 3.1.2;
- **Direcionadores:** fatores percentuais utilizados para distribuição de gastos entre estruturas de alocação.

Essas estruturas são utilizadas independentemente da lógica de construção do modelo de custos a seguir apresentadas na Figura 3-5.

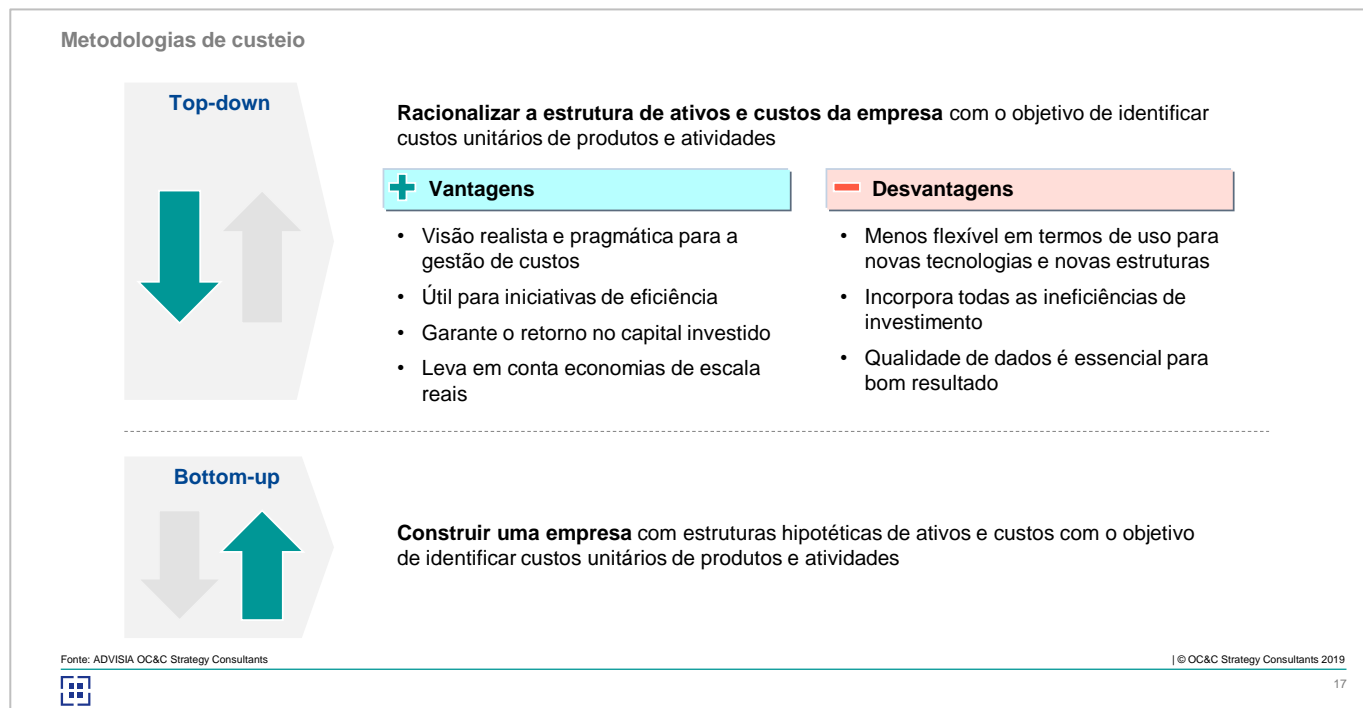


Figura 3-5: Metodologias de custeio

- **Top-down:** utiliza informações financeiras das empresas (balanço patrimonial, demonstração de resultados, etc.) para determinar o custo dos objetos de custo;
- **Bottom-up:** simula, a partir de uma determinada demanda, uma estrutura de ativos e gastos necessária para atender aos serviços analisados. Os custos dos serviços são derivados dessa simulação.

Esse documento trata com mais profundidade da metodologia *Top-down* que, como mostra a Figura 3-6 abaixo, parte dos dados contábeis, auditados e verificados, e utiliza direcionadores quantificáveis, rastreáveis e comparáveis para alocação de custos, diretos e indiretos, até o cálculo de custos por objeto de custo.

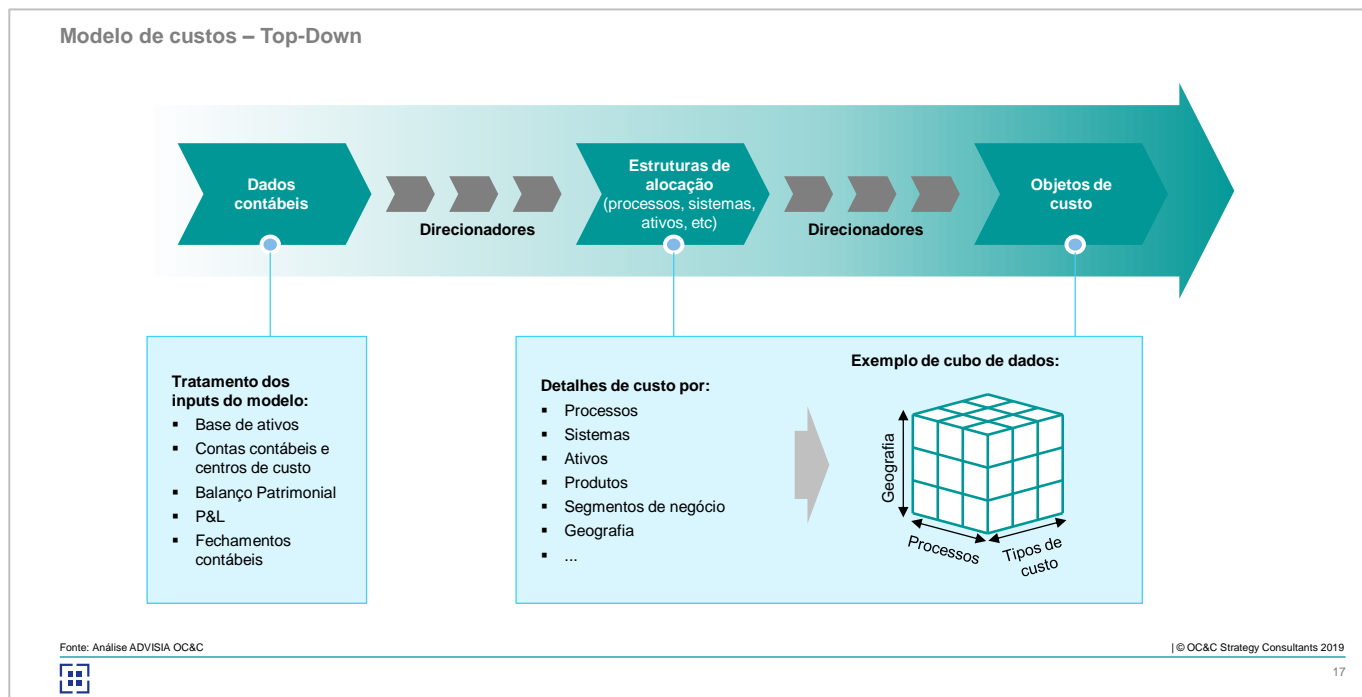


Figura 3-6 – Ilustração da Metodologia Top-Down de modelo de custos

Tendo em vista as definições de custo e conceitos apresentados nesta seção, há 3 principais tipos de modelos de custos que seguem a lógica *Top-down* e são usados para definição e discussão de tarifas, descritos na Figura 3-7 a seguir:

	FAC-HCA <i>Fully Allocated Costs Historical Cost Accounting</i>	FAC-CCA <i>Fully Allocated Costs Current Cost Accounting</i>	LRIC <i>Long Run Incremental Costs</i>
Características	<ul style="list-style-type: none"> • Custos contábeis alocados em produtos e serviços • Baseado em custos históricos já incorridos 	<ul style="list-style-type: none"> • Pressupõe a reavaliação de ativos • Considera eliminação de ineficiências e substituição de tecnologias obsoletas 	<ul style="list-style-type: none"> • Considera os custos incrementais de longo prazo alocados a serviços • Procura refletir economias de escala e escopo através das curvas de relação custo e volume
Mecanismo de alocação	Direcionadores	Direcionadores	Direcionadores e curvas CVR (<i>Cost-Volume Relationships</i>)
Avaliação de ativos	Valor contábil histórico	Valor atualizado	Valor atualizado
Tecnologia	Adquirida	Adquirido ou moderna equivalente	Adquirida ou moderna equivalente
Ajuste de ociosidade	Não	Possível	Possível

Fonte: ADVISIA OC&C Strategy Consultants

19

Figura 3-7: Principais tipos de modelos de custos Top-down

- **FAC-HCA:** Com base nos demonstrativos apresentados pela empresa, **aloca integralmente** os custos e despesas em objetos de custo, segundo metodologia *Top-down* já apresentada;
- **FAC-CCA:** Com base em exercícios de atualização de valores de ativos e gastos, **aloca integralmente** os custos e despesas em objetos de custo, segundo metodologia *Top-down* já apresentada;
- **LRIC-CCA:** Com base em exercícios de atualização de valores de ativos e gastos, aloca somente os **custos e despesas incrementais** em objetos de custo, segundo metodologia *Top-down* já apresentada.

Os modelos de custos são ferramentas extremamente importantes para o agente regulador analisar o mercado e avaliar impactos de decisões regulatórias, dentre elas a definição de tarifas de seus serviços. Além disso, os modelos de custos são ferramentas gerenciais utilizadas por diversas empresas para facilitar a tomada de decisões com maior agilidade e assertividade.

Como citado anteriormente, boas práticas nacionais e internacionais recomendam a utilização de modelo de custos para definição de tarifas de serviços em diversos setores. No Brasil, diversas agências regulatórias utilizam modelos de custos para definição de tarifas:

- **Setor financeiro:** O Sistema de Transferência de Reservas (STR) é um sistema de transferência de fundos com liquidação bruta em tempo real, integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e controlado pelo Banco Central do Brasil. A tarifa paga pelo uso do STR é definida pelo Bacen com base na metodologia de *full cost recovery*⁹. Essa abordagem é equivalente ao FAC-HCA, em que os custos operacionais e os custos de capital são pagos pelas receitas geradas na operação. O método empregado considerou os custos de investimento iniciais, os custos de manutenção e operação fixos (aluguel, depreciação, mão de obra de analistas e comissionados etc.) e os custos de manutenção e operação variáveis (mão de obra direta). A tarifa foi, então, calculada de forma que a receita estimada futura resultasse na recuperação dos custos incorridos.
- **Telecomunicações:** A regulamentação em vigor da Anatel¹⁰ estabelece explicitamente o uso de modelo de custos para o cálculo de tarifas de uso de infraestruturas de telecomunicação. A agência empregou quatro metodologias, variando conforme as características do cenário simulado: *Top-Down FAC-HCA*, *Top-Down FAC-CCA*, *Top-Down LRIC* e *Bottom-Up*. Os resultados dos modelos construídos pela reguladora foram utilizados para fixação dos valores máximos das tarifas de uso de rede fixa do Serviço Telefônico Fixo Comutado (STFC), dos valores de referência de uso de rede móvel do Serviço Móvel Pessoal (SMP) e de Exploração Industrial de Linha Dedicada (EILD) padrão.
- **Energia elétrica:** Os Procedimentos de Regulação Tarifária (PRORET)¹¹ da Aneel prescrevem uma metodologia de cálculo para definição das tarifas das

⁹ BCB - Carta Circular Nº 3.930/2019

¹⁰ Anatel - Resolução 639/2014, Atos 9.918, 9.919 e 9.920/2018, dentre outros

¹¹ Aneel. Procedimentos de Regulação tarifária – PRORET. Disponível em:
<<https://www.aneel.gov.br/procedimentos-de-regulacao-tarifaria-proret>>



concessionárias de distribuição de energia elétrica. O modelo estabelecido pela norma leva em conta que as receitas da empresa devem cobrir os custos incorridos, incluindo, mas não se limitando a, custos de aquisição de energia elétrica e de geração própria, custos de administração, operação e manutenção, custo do capital e encargos do setor. Tal abordagem é equivalente à metodologia FAC-HCA apresentada na Figura 3-7.

O uso de modelos de custos permite a apuração, com elevado grau de assertividade, e o conhecimento de cada elemento de custo direto e indireto necessários para a prestação de um determinado serviço. Permite também o entendimento da importância relativa de cada grupo de gastos (por exemplo depreciação de determinada plataforma tecnológica, ou impacto do custo de determinada área) em cada objeto de custos.

Com isso, é possível estimar, com maior precisão e assertividade, a quantidade e valor de cada recurso necessário ao provimento dos serviços de autorregulação (por exemplo, número de pessoas direta e indiretamente envolvidas, equipamentos, ferramentas, processos de apoio, etc.) como será descrito no tópico a seguir.

3.1.4. Modelo de custos do atual autorregulador

No caso do autorregulador atual, a BSM – B3 Supervisão de Mercados, o modelo de custos utilizado internamente é o FAC-HCA (*Fully Allocated Costs – Historical Costs Accounting*); ele parte de um demonstrativo extraído do sistema de gestão (ERP - Enterprise Resource Planning) com mais de 6.000 combinações de contas contábeis, centros de custo e ordens internas, além da contabilização do custo do capital investido ao longo da existência da BSM. As informações dos gastos são utilizadas para custear os processos relacionados à operação da BSM e finalmente os gastos destes processos são alocados em sua integralidade (requisito da metodologia FAC) aos objetos de custos da BSM. É importante citar que a metodologia está em linha com as melhores práticas, utilizando como base as contas contábeis e centros de custos extraídos do ERP da BSM.

No modelo de custos, os serviços providos pela BSM foram agrupados em sete macro atividades, que foram denominadas objetos de custo nível 1:

- Realizar auditorias
- Supervisionar mercado
- Minerar dados
- Instaurar/ Instruir processos
- Finalizar/ Julgar processos
- Orientar o mercado
- Gerir BSM

Os objetos de custo nível 1 foram subdivididos em outras atividades, criando os chamados objetos de custo nível 2. Esses podiam ser subdivididos nos objetos de custo nível 3. No caso das auditorias operacionais dos participantes de negociação em bolsa, há ainda um 4º nível de objeto de custo, com a quebra por participante. Alguns objetos de custo correspondiam a serviços passíveis de venda, isto é, serviços prestados para entidades externas à BSM e, portanto, que poderiam ser cobrados. Outros objetos de custo correspondiam a serviços de consumo interno à BSM, denominados objetos de custo suporte, e seu custo foi redistribuído entre os objetos passíveis de venda. Com isso, todo o custo do autorregulador pôde ser alocado a um serviço

prestado para uma entidade externa, possibilitando a recuperação do custo da BSM pela tarifação do serviço.

Fazendo o paralelo com a descrição prevista pela CVM no Art. 19 § 2º incisos I e II, os objetos de custo de suporte acima mencionados seriam os custos indiretos descritos no inciso II, enquanto os objetos de custo passíveis de venda seriam aqueles incluídos no inciso I.

A Figura 3-8, exibida a seguir, esquematiza os objetos de custo da BSM.

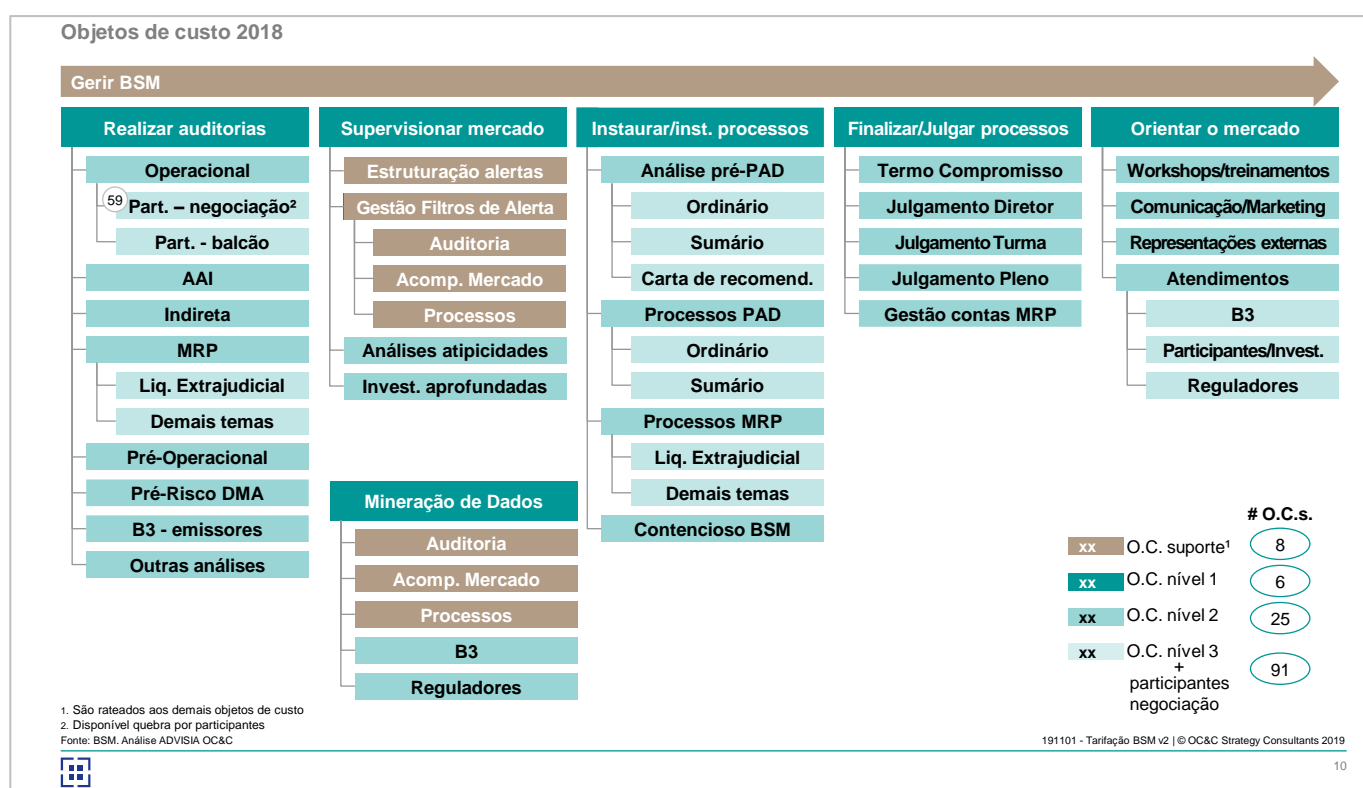


Figura 3-8: Principais objetos de custo (O.C.s) da BSM

Para alocação dos custos aos objetos de custo, foram utilizados os direcionadores, cujo conceito foi explicado no tópico 3.1.3. Para o cálculo dos direcionadores, foram empregados quatro principais critérios objetivos de alocação:

- **Dedicação:** Alocação proporcional à dedicação de tempo dos gestores e equipe aos objetos de custo;

- **Alocação direta:** Alocação de gastos que podem ser relacionados diretamente à um ou mais objetos de custos específicos;
- **Headcount:** Alocado proporcionalmente ao número de colaboradores;
- **Viagens (Auditoria):** Alocação de acordo com o plano de auditorias externas, considerando a localização de cada uma das empresas auditadas, o tempo de auditoria e reuniões.

A Figura 3-9 exibe a fração dos custos e alguns exemplos de gastos alocados por meio de cada um desses cinco critérios.

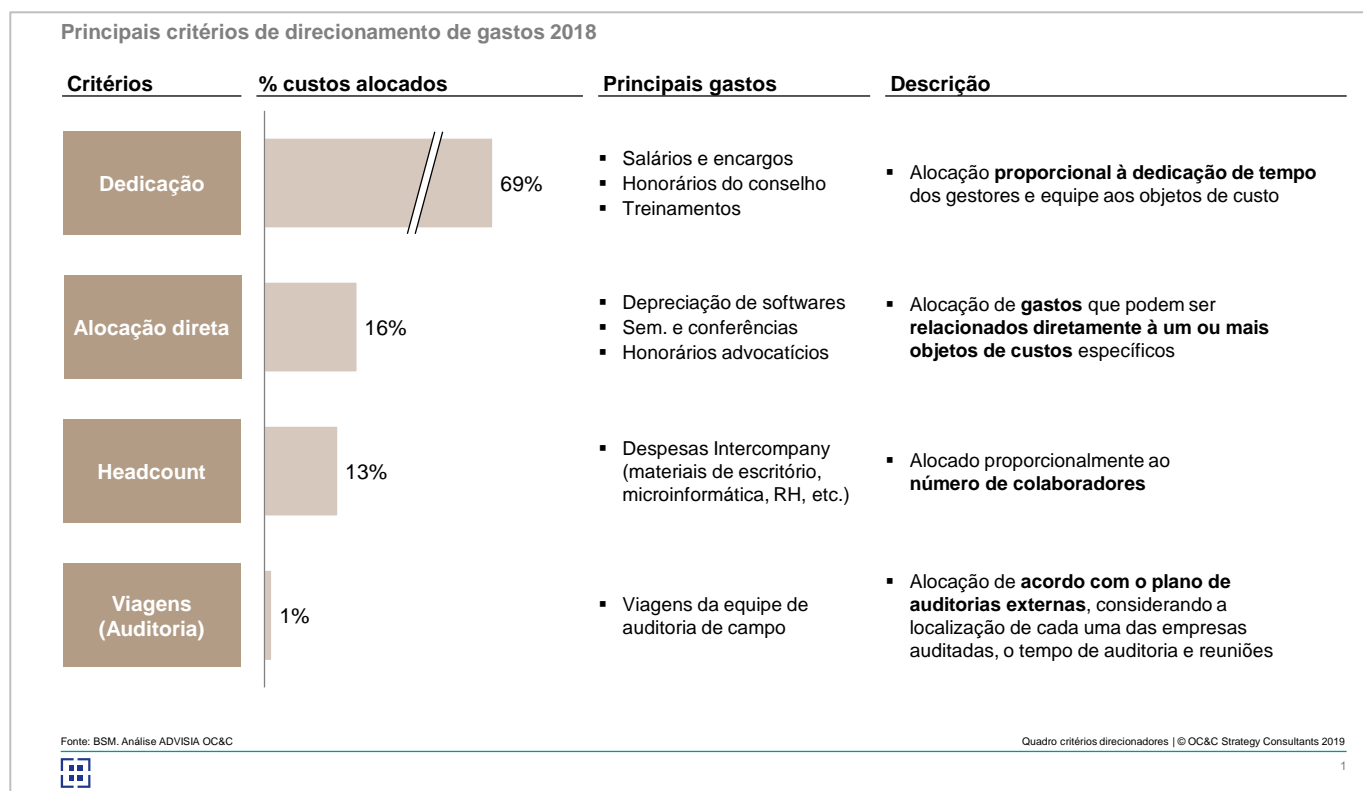


Figura 3-9: Principais critérios de alocação para cálculo dos direcionadores

Após a alocação dos custos aos objetos, os custos dos objetos de custo em processos de suporte foram realocados em objetos passíveis de venda, conforme direcionadores específicos. Por fim, o custo de capital e o custo do objeto de custo “Gerir BSM” foram rateados entre os objetos

de custo pelo critério EPMU (do inglês, *Equi-Proportional Mark-Up*), que aloca os custos proporcionalmente aos custos já alocados nos objetos.

Como resultado do modelo, obtém-se os custos unitários alocados a cada objeto de custo associado a um serviço fornecido pela BSM. Para alguns objetos, como, por exemplo, os julgamentos e as análises de atipicidades, o custo unitário pode ser diretamente entendido como a tarifa a ser paga por aquela prestação de serviços. Para outros objetos, como por exemplo, as auditorias operacionais de participantes, o custo unitário pode ser dividido igualmente entre todas as entidades administradoras de mercado organizado que operam com aquele participante, já que uma única prestação do serviço atende igualmente e assegura que normas de *compliance* e tecnologia sejam atendidas para o perfeito funcionamento de todas as entidades administradoras do mercado.

É importante salientar que o modelo de custos compreende apenas os serviços de operação no regime atual da BSM, ou seja, serviços prestados para o mercado de capitais de bolsa e balcão. Eventuais custos de *setup* inicial ou recorrente para prestação de serviços a uma nova entidade (p. ex., treinamentos específicos para aquela entidade, adequação de infraestrutura para atendê-la, softwares de supervisão de mercado diferenciados etc.) deverão ser custeados exclusivamente pela entidade entrante em questão.

3.1.5. Recomendação para definição de tarifa relacionada a serviços de autorregulação

Como exposto anteriormente, na Figura 3-3, para a definição de tarifas de serviços de autorregulação, seria possível utilizar basicamente três tipos de custeio: FAC (*fully allocated costs*), SAC (*stand alone costs*) e custos incrementais.

O custeio FAC pode ser aplicado como base para definição de tarifa, pois é considerado justo e cobre adequadamente os custos da empresa e do capital investido¹². O custo FAC considera alocação de custos de utilização de recursos diretos, indiretos, de parcela de custos

¹² Anatel, Resolução 619/2013

conjuntos e comuns. Ademais, a metodologia FAC estimula a competição, pois não onera o novo competidor com toda a base de custos que ele incorreria no caso de replicação da mesma estrutura física para provimento do serviço.

O custo SAC pode ser aplicado como base para definição de tarifa no cenário hipotético onde o autorregulador reduza drasticamente seu atendimento às outras entidades administradoras de mercado organizado, e que tenha que continuar prestando seus serviços a uma única entidade com disponibilidade, confiabilidade e segurança, podendo não haver redução significativa na sua base de ativos e custos.

Nesse cenário, o custo SAC para uma entidade administradora de mercado organizado seria representado pelo custo total do autorregulador subtraído dos custos incrementais dos serviços providos às demais entidades. Como resultado, essa estrutura de custos representaria a estrutura de autorregulação atual com dedicação total e exclusiva aos serviços para uma única entidade.

Na prática, esta é uma estimativa conservadora dos custos incorridos aos serviços de autorregulação justificada pela sua natureza crítica e pela relevância deles para o bom funcionamento do setor. Neste cenário específico, o SAC poderia ser uma boa alternativa para a definição de tarifas.

Não se recomenda a aplicação de custo incremental como base para definição de tarifa, pois este custo não recupera os custos indiretos incorridos para prestação de serviços, e incentiva o *free-rider effect* (efeito carona). Ou seja, não é considerada uma base de tarifação justa e que tampouco custeie adequadamente a empresa no provimento do serviço de autorregulação com a qualidade e prontidão necessários.

Desta forma, para a definição de tarifa de serviços de autorregulação recomenda-se a aplicação do conceito FAC. É um modelo justo para o autorregulador atual, pois permite a recuperação dos custos de operação e de capital incorridos, e é justo para a entidade contratante dos serviços de autorregulação, pois cobra-lhe um preço calculado para recuperação dos custos dos serviços prestados, não configurando, portanto, um mecanismo de restrição à participação no mercado. Além disso, é importante lembrar que o autorregulador atual já utiliza a metodologia FAC para o cálculo dos custos de seus serviços, e que essa metodologia de modelagem permite a completa rastreabilidade dos dados utilizados, sua verificação, auditoria e replicabilidade.

Adicionalmente, conforme mencionado, diversos agentes reguladores recorrem ou já recorreram ao conceito de FAC para estabelecer tarifas relacionadas a seus mercados alguns dos muitos exemplos são:

- Banco Central do Brasil - Carta Circular Nº 3.930/2019
- Anatel, resolução 683/2017, 639/2014, Atos 9.918, 9.919 e 9.920/2018, dentre outros
- Anatel, Aneel, resolução conjunta 4/2014

Portanto, considerando que a tarifa eficiente deva ser justa, auditável e replicável, e que deva custear adequadamente a entidade e o custo de capital no provimento do serviço com qualidade e segurança e no desenvolvimento dos serviços, recomenda-se a aplicação do modelo de custos, especificamente o modelo *top-down* FAC-HCA¹³. A fim de deixar a regulamentação mais clara e objetiva, essa metodologia deveria ser descrita ou mencionada de maneira explícita na norma ou em seus anexos, assim como foi feito nas normas citadas no parágrafo anterior.

A aplicação dessa metodologia torna desnecessária a prestação de serviços com tarifas interinas durante o período de negociação mencionado no *caput* do art. 7º da minuta B, visto que, com uma metodologia bem definida, o cálculo das tarifas seria feito de forma mais ágil e objetiva. O período de negociação referido poderia ser substituído, então, por um período de “*setup*” dos serviços, em que o contratante arcaria com os investimentos específicos para dar início à sua autorregulação, como, por exemplo, treinamentos específicos, adequação da infraestrutura do autorregulador para conectar à sua plataforma, licenças de *softwares* específicos do seu negócio etc.

3.2. Benefícios financeiros dos associados da entidade autorreguladora

A SDM 09/2019 prevê a possibilidade de outras entidades pleitearem associação ao autorregulador único, realizando, para isso, um aporte financeiro ao seu patrimônio. É importante notar que, para que tal investimento se justifique do ponto de vista financeiro da pleiteante, a

¹³ ITU - *Expert level training on cost modeling*, 2010

associação ao órgão autorregulador deve conferir algumas vantagens à entidade associada. Para que sejam justas, tais vantagens devem ser proporcionais ao aporte realizado e, portanto, ao percentual de participação da entidade na associação e ao mercado total, mas, ao mesmo tempo, devem ser razoáveis a ponto de não caracterizar concorrência desleal ou garantir vantagens competitivas indevidas. Com isso, considerando os princípios da livre concorrência dos mercados, investir para associar-se à entidade reguladora torna-se uma decisão a ser tomada individualmente por cada empresa, em alinhamento com sua visão estratégica.

As empresas possuem 2 benefícios financeiros ao se tornarem associadas, ambos calculados proporcionalmente à sua participação: (i) abatimentos de custo referentes às receitas geradas pela autorreguladora e (ii) ressarcimento do custo de capital do aporte realizado. Adicionalmente, ao se tornarem associadas, as empresas passam a ter influência na governança também de forma proporcional à sua participação.

O primeiro benefício financeiro, conforme mencionado no capítulo 2, é composto pelas receitas provenientes da atividade sancionadora do autorregulador, apesar de não recorrentes e muitas vezes pouco representativas em comparação com o orçamento de uma autorreguladora, devem ser empregadas preferencialmente em atividades educacionais e indenização de terceiros. Entretanto, eventualmente quando tais recursos excedem o necessário para custear as atividades preferenciais, eles poderiam ser utilizados para custear outras atividades realizadas pelo autorregulador, gerando, com isso, um benefício ao mercado como um todo e, por consequência, um abatimento dos custos totais. Tal abatimento, então, seria transferido somente aos associados, gerando redução nas contribuições que deveriam se realizar para manutenção da entidade autorreguladora. Os contratantes de prestação de serviços, por outro lado, continuariam a arcar com os custos completos dos serviços de autorregulação, sem nenhum tipo de abatimento.

O segundo, como definido na seção 3.1.4, é o custo de capital que é um dos custos considerados no modelo de custos FAC, o que significa que o ressarcimento do capital investido para a prestação de serviços do autorregulador estaria embutido na tarifa paga pelas entidades contratantes de prestação de serviços. Uma entidade associada, por ter aportado capital ao patrimônio do autorregulador, estaria isenta de pagar pelo custo de capital, contanto que a sua utilização de serviços obedeça a mesma proporção de seu aporte.

Portanto, caso se comprove a existência de benefícios razoáveis que respeitem o princípio da livre concorrência, como os itens supracitados, a associação à entidade autorreguladora pode tornar-se justificável em termos financeiros.

Tais itens deverão compor o custo para associação ao autorregulador único e, portanto, serão parte da discussão da próxima seção deste parecer.

3.3. Abordagem para avaliação de valor do autorregulador

No capítulo 2, mencionamos que a estratégia utilizada na SDM 09/2019 para a avaliação do valor da entidade reguladora apresentava uma série de limitações, pelo fato de contabilizar apenas o valor patrimonial contábil, isto é, apenas os investimentos realizados e não depreciados ou amortizados até a data da associação. Essa metodologia não leva em consideração o custo de capital nem os ativos intangíveis da entidade autorreguladora (ex.: conhecimento histórico acumulado e formação de profissionais), além de ignorar as vantagens futuras obtidas por uma entidade ao associar-se ao autorregulador, como o acesso a outras fontes de receita do autorregulador.

Apresentamos, a seguir, um método mais apropriado para o cálculo do valor total do autorregulador único, a fim de oferecer uma referência mais justa para o valor a ser aportado por uma empresa que pleiteie a associação.

No tópico 3.2, explicamos que pode fazer sentido para entidades se associarem ao autorregulador, contanto que existam benefícios que justifiquem financeiramente para a entidade pleiteante a necessidade de aporte de um determinado valor ao patrimônio do autorregulador. No entanto, para respeitar o princípio da equidade, é necessário que o valor do aporte financeiro esteja bastante alinhado aos benefícios recebidos com a aquisição da condição de associado, não podendo ser um valor muito baixo a ponto de configurar vantagem indevida à entidade pleiteante,

nem um valor injustificadamente alto a ponto de representar um mecanismo financeiro de restrição à associação¹⁴.

Então, de forma a se obter um valor justo, sugerimos que o cálculo da quantia a ser aportada para pleitear associação tenha como base os próprios retornos financeiros a serem obtidos pela entidade associada a partir dos benefícios descritos no tópico 3.2. Com isso, sugerimos a utilização de uma adaptação da metodologia de avaliação de valor por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para o cálculo do aporte financeiro a ser realizado pela pleiteante à associação.

O FCD é uma das metodologias de avaliação de valor de organizações mais amplamente aplicadas no mercado de capitais e em operações de fusões e aquisições. O método consiste em estimar o valor de uma entidade com base na sua capacidade de gerar retorno para os acionistas. Para isso, são projetados os resultados futuros da organização com base em estimativas de receitas, custos e despesas operacionais e tendências de mercado. Os fluxos de caixa são, então, trazidos ao valor presente por meio de uma taxa de desconto que reflete o risco do negócio, denominada WACC (do inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, isto é, Custo Médio Ponderado de Capital).

Para a aplicação da metodologia do FCD à entidade autorreguladora, é necessária uma adaptação. Por se tratar de uma associação sem finalidade lucrativa, a projeção dos retornos financeiros da entidade não pode se dar por meio dos fluxos de caixa futuros. Em vez disso, sugerimos que os retornos sejam estimados com base nas vantagens obtidas pelas entidades associadas frente às entidades contratantes de serviços de autorregulação.

Conforme explicado no tópico 3.2, os associados contribuiriam pelos serviços de autorregulação com valores inferiores aos pagos pelas entidades contratantes (considerando cenário de utilização de serviços proporcionalmente igual entre as entidades), graças aos

¹⁴ Vale ressaltar que a análise apresentada nessa *Fairness opinion* trata apenas aspectos financeiros que poderiam motivar a escolha pelo modelo associativo por parte de um pleiteante a utilizar os serviços do autorregulador e apresenta uma abordagem para avaliação que reflita os benefícios de ser sócio nesse contexto. Outros aspectos relevantes, como a liberdade de escolha para se associar ou se manter associado a terceiros, prevista no inciso XX, do Art. 5º da Constituição Federal, não são tratados aqui.

descontos referentes ao abatimento de certas receitas do autorregulador e à desobrigação de pagamento pelo custo de capital. Dessa forma, a aquisição da condição de associado geraria ganhos positivos ao longo do tempo, quando confrontada com a condição de contratante de serviços. Tais ganhos poderiam, portanto, ser trazidos ao valor presente por meio do WACC setorial apropriado, que poderia ser definido por laudo independente. A fração de cotas das quais a entidade pleiteante à associação iria adquirir titularidade indicaria a fração das receitas provenientes de atividade sancionadora que seria utilizada para abatimento em sua contribuição enquanto associada ao autorregulador.

Para exemplificar de forma mais tangível a sugestão acima descrita, pode-se verificar um exemplo numérico na Figura 3-10.

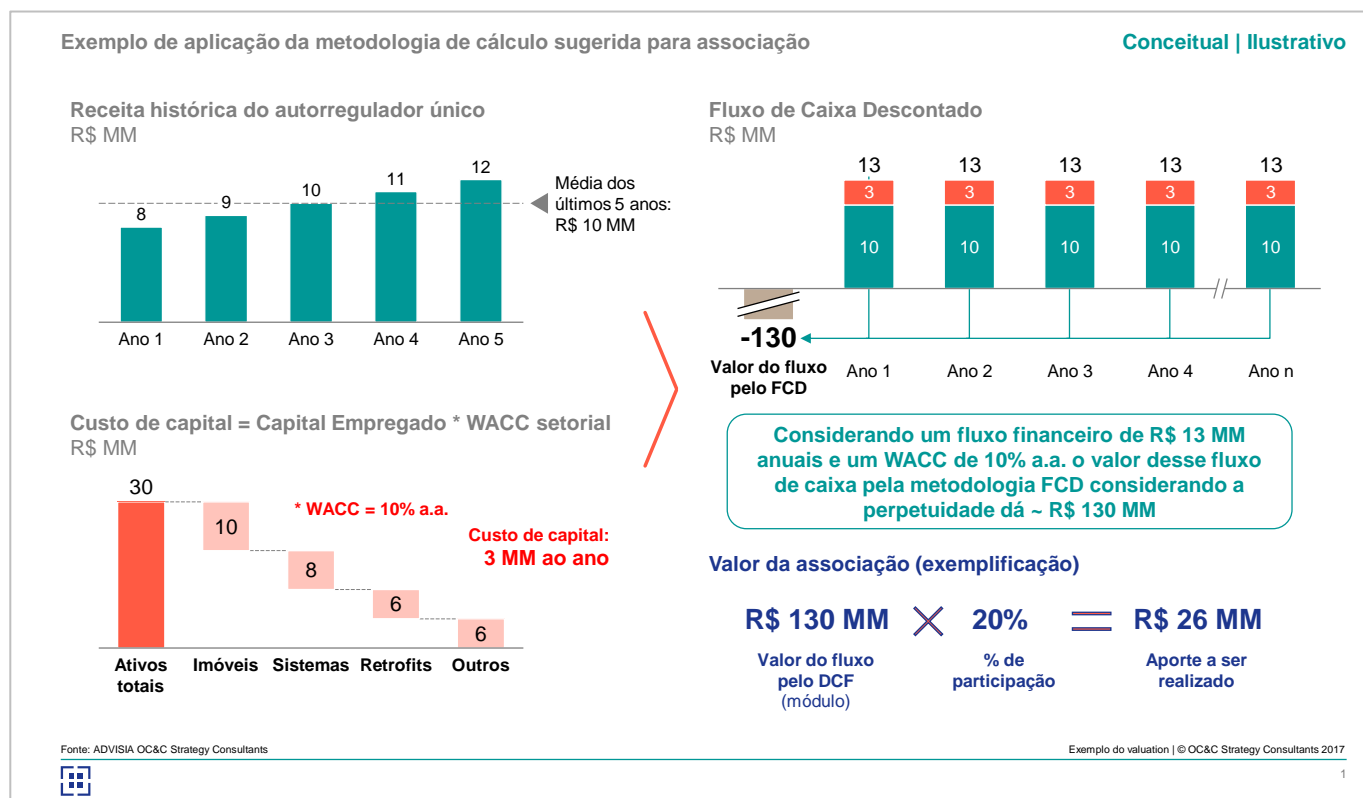


Figura 3-10: Exemplo de aplicação da metodologia de avaliação de valor sugerida para o autorregulador, com valores meramente ilustrativos

A metodologia descrita na Figura 3-10 tende a possibilitar a associação de maneira bastante justa para os potenciais novos entrantes de mercado, uma vez que os investimentos para



associação seriam financeiramente neutros para associados ou não associados. Isto é, o investimento na associação seria equivalente aos benefícios obtidos nos anos subsequentes pelo novo entrante.

No entanto, vale destacar que é razoável supor que somente após o estabelecimento de uma nova entidade administradora de mercado organizado, com participação de mercado minimamente significativa, será possível saber, com maior grau de precisão, qual será o impacto na dinâmica, plano de trabalho e, consequentemente, orçamentos de custos e despesas do autorregulador.

Nesse sentido, a possibilidade de associação de novas entidades administradoras de mercados organizados a um autorregulador já estabelecido deveria ser considerada apenas quando o novo entrante estiver com suas operações plenas, estáveis e tenha presença minimamente significativa de mercado. Isso porque a associação deveria representar um passo relevante na entrada na governança do autorregulador, com os respectivos benefícios que essa representatividade deveria proporcionar, ao mesmo tempo que traz benefícios e responsabilidades financeiras para a entidade associada diferentes daquelas que lhe seriam atribuídas se apenas contratasse os serviços do autorregulador.

Com relação ao ingresso na governança do autorregulador e considerando que a representatividade no capital deste estaria limitada à representatividade de mercado da entidade administradora de mercados organizados que pleiteia a associação, apenas após esta última atingir representatividade minimamente significativa no mercado seria de se esperar que potenciais benefícios de participar da definição da governança sejam alcançados. Isso porque se a representatividade no capital do autorregulador for muito baixa, qualquer influência na definição da governança será insignificante ou inexistente.

Adicionalmente, a associação ao autorregulador também traz responsabilidades adicionais às suas associadas no sentido de garantir a estabilidade financeira do autorregulador único. Ao mesmo tempo que permite abatimentos de custo referentes às receitas geradas pela autorreguladora, conforme demonstrado no tópico 3.2, também obrigaria a associada a fazer novas contribuições caso o autorregulador único venha a se tornar deficitário. Nesse sentido, é recomendável evitar situações de entrada de associadas cuja situação financeira crie

impedimentos ou complicações para a continuidade da prestação de serviços com a qualidade exigida e esperada pela CVM e demais participantes do mercado.

Como já mencionado, também deve haver um limite máximo para a fração das cotas das quais cada entidade pode ser titular, de maneira a evitar que entidades pouco relevantes no mercado ganhem muita influência sobre o autorregulador por meio da aquisição de grande quantidade de cotas. Sugere-se que tal limite seja calculado como sendo igual ao percentual de participação da entidade no consumo dos serviços do autorregulador. Para calcular esse percentual, pode-se calcular o percentual de custos do autorregulador que são cobertos pela tarifa paga pela entidade pleiteante à associação. Essa métrica de participação no consumo dos serviços parece ser mais objetiva e precisa quando comparada com a métrica de participação de mercado, uma vez que a atuação do autorregulador se aplica a diversos segmentos de mercados e produtos, e o modelo de negócio de uma entidade administradora de mercado pode prever a atuação em um ou mais desses segmentos, trazendo complexidade para a definição da participação de mercado.

A existência de determinadas condições a serem atendidas pela pleiteante, bem como de um limite máximo para a quantidade de cotas que podem ser adquiridas, não deve ser vista como uma restrição à participação na associação, mas sim como uma medida de preservação do bom funcionamento da associação e perenidade do autorregulador único. Diversas outras associações nacionais e internacionais adotam medidas semelhantes para a admissão de novos membros:

- No setor financeiro brasileiro, a CIP define, em seu estatuto¹⁵, algumas condições para que uma entidade possa se tornar associada. Seu estatuto ainda estabelece que a admissão de associados será sempre feita mediante juízo e análise prévia do Conselho de Administração, levando em conta aspectos definidos discricionariamente pelo Conselho, incluindo, mas não se limitando, à reputação e solidez da entidade interessada em se tornar uma Associada, bem como o interesse da própria CIP e de suas Associadas em ter essa entidade como uma Associada.

¹⁵ CIP. Estatuto Social da CIP. Disponível em:
<https://www.cip-bancos.org.br/Juridico/Estatuto%20Social_vers%C3%A3o%20portugu%C3%AAs.pdf>

- No mercado de valores mobiliários americano, o estatuto da FINRA¹⁶ estabelece que o Conselho tem autoridade para definir, da maneira que achar necessário, as qualificações requeridas para candidatos a membros da associação, incluindo padrões de responsabilidade financeira e capacidade operacional.

Por fim, pode-se concluir que, com a metodologia descrita nesta seção, a avaliação de valor da entidade autorreguladora seria mais justa, alinhada diretamente com os benefícios obtidos pelas entidades associadas. Ademais, os problemas derivados da metodologia adotada no art. 6º, levantados no capítulo 2, não iriam ocorrer. Logo, o método descrito neste tópico seria o mais indicado para o cálculo do aporte financeiro realizado pelas entidades pleiteantes à associação ao autorregulador. Adicionalmente, tendo em vista a necessidade de que haja equilíbrio entre benefícios e responsabilidades do associado, bem como a preocupação com a sustentabilidade financeira do autorregulador, há de se considerar que a associação só seja possível após a entidade administradora de mercado atingir representatividade minimamente significativa.

¹⁶ FINRA. By-Laws of the Corporation. Disponível em:
<<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/corporate-organization/laws-corporation>>

Conclusões

A Audiência Pública SDM 09/2019 representa um passo importante para atualizar a regulamentação do mercado brasileiro de valores mobiliários, a fim de trazer maior clareza para as regras de funcionamento de entidades administradoras de mercado organizado e concorrência entre elas. É necessário, entretanto, pelo próprio intuito da audiência pública, fazer críticas construtivas e propor alterações à redação atual das minutas apresentadas, a fim de se obter uma regulamentação mais justa, objetiva e transparente.

Nesse sentido, no presente trabalho foram propostas algumas alternativas para endereçar problemas encontrados na redação proposta. Para revisão da abordagem utilizada para definição da tarifa paga pela contratação de serviços de autorregulação, propõe-se o uso de um modelo de custos que faça a alocação de todos custos aos serviços providos pelo autorregulador utilizando a metodologia FAC. De forma a tangibilizar e implementar a proposta apresentada neste *Fairness Opinion*, apresentamos no Anexo 1 deste documento uma redação alternativa sugerida para o art.19 § 2º da Minuta B.

Para revisar o modelo de associação ao autorregulador, sugeriu-se que a associação estivesse disponível para um pleiteante somente após este possuir operações plenas e estáveis e atingir uma parcela mínima de participação de mercado, o que deveria ser medido conforme o consumo dos serviços totais do autorregulador de forma a evitar diferentes interpretações sobre o mercado total a ser considerado. Também foi sugerido que os associados tivessem acesso a alguns benefícios, como abatimentos nas contribuições pagas ao autorregulador, com base nas receitas da entidade autorreguladora. Ademais, para revisar a proposta de cálculo do valor aportado para associação, propõe-se também uma nova metodologia para a avaliação de valor do autorregulador, similar ao método amplamente utilizado de avaliação de valor por Fluxo de Caixa Descontado.

Acreditamos que, com a adoção das alterações supracitadas, a redação da norma ganhará robustez adequada, eliminará possíveis ambiguidades ou interpretações indevidas, bem como será mais justa e transparente para todos os atuais e futuros participantes do mercado de valores mobiliários.

Anexo 1 – Redação alternativa para art. 19 §2º

Art. 19. (...)

§ 2º A contraprestação a ser paga pelas entidades contratantes deve ser definida segundo a metodologia de custos totalmente alocados, que considera:

I – os custos exclusivos e específicos para prestação de serviço a uma determinada contratante, tais como equipes e treinamentos específicos, adequação da infraestrutura e licenças de sistemas de informática necessários para que o autorregulador supervisione as atividades relacionadas à contratante, conforme definido em seu plano de trabalho e que possam ser alocados integralmente às atividades desenvolvidas pela entidade contratante;

II – os custos compartilhados por mais de uma contratante, tais como os custos de equipes de processos de auditoria de participante e mineração de dados, os quais são necessários para a execução da atividade de autorregulação e devem ser divididos entre as contratantes, seguindo critérios de rateio de acordo com o uso dessas equipes e processos pelos serviços e atividades contratadas do autorregulador;

III – os custos indiretos comuns a todas as contratantes, tais como os custos administrativos, de representação institucional e a remuneração de capital, compartilhados entre todas as atividades de supervisão e distribuídos segundo critério de rateio que contemple a proporção entre o custo total das atividades de autorregulação desenvolvidas pela entidade autorreguladora e o custo das atividades alocadas à entidade contratante; e

IV – a possibilidade de ajustes nos pagamentos efetuados caso haja variação entre os custos previstos e aqueles efetivamente incorridos.