



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 3/2017-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 17 de março de 2017.

Ao
Superintendente Geral da
Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: Operação de Combinação da BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores,
Mercadorias e Futuros com a CETIP S.A. Mercados Organizados.

1. Trata-se de análise da operação de combinação das operações da BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA ou BVMF) com a CETIP S.A. Mercados Organizados (CETIP), submetida à autorização da CVM nos termos do artigo 117 da Instrução CVM nº 461, de 2007.

I – DESCRIÇÃO

2. A operação de combinação das operações da BM&FBOVESPA com a CETIP foi aprovada em Assembleias Gerais Extraordinárias de ambas as companhias em 20 de maio de 2016 e está sujeita às seguintes condições suspensivas: (a) aprovação pelo CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica; (b) aprovação pela Comissão de Valores Mobiliários; e (c) submissão e apreciação pelo Banco Central do Brasil.
3. A operação de combinação consiste (i) na incorporação das ações da CETIP pela Companhia São José Holding e (ii) na subsequente incorporação da São José Holding pela BM&FBOVESPA. Como resultado da operação, a CETIP passará a ser uma subsidiária integral da BM&FBOVESPA e seus acionistas passarão a deter 11,8% do capital social da BM&FBOVESPA. Os aspectos societários da operação foram objeto do Relatório nº 139/2016-CVM/SEP/GEA-3, em anexo (Processo SEI 19957.002526/2016-29) e, portanto, não estão detalhados neste Memorando. O Quadro I abaixo resume as principais etapas da operação, as quais serão realizadas sucessivamente e na mesma data:

Quadro I – Breve descrição da operação de combinação entre a BM&FBOVESPA e a CETIP

1ª Etapa	Aumento de capital da São José <i> Holding</i> , mediante a emissão de ações que serão totalmente subscritas e integralizadas pela BM&FBOVESPA.
2ª Etapa	Incorporação da totalidade das ações de emissão da CETIP pela <i> Holding</i> . Os acionistas da CETIP recebem ações resgatáveis de emissão da <i> Holding</i> (1 ordinária e 3 preferenciais para cada ação da CETIP).
3ª Etapa	Resgate das ações preferenciais, a ser pago em dinheiro (o acionista da CETIP receberá 0,8991 ação ordinária da BM&FBOVESPA mais uma parcela de R\$ 30,75 [sujeita a ajustes], para cada ação da CETIP que detenha). Cancelamento das ações resgatadas contra a conta reserva de capital da <i> Holding</i> .
4ª Etapa	Incorporação da <i> Holding</i> pela BM&FBOVESPA e consequente extinção da <i> Holding</i> . Todos os acionistas da <i> Holding</i> (ex acionistas da CETIP) passam a ser acionistas da BM&FBOVESPA.

4. Na análise da operação conduzida no âmbito da competência da SEP, aquela Superintendência entendeu que “A incorporação das ações da CETIP pela Holding e a subseqüente incorporação da Holding pela BM&FBOVESPA foi analisada nos termos do checklist em anexo ao processo [...], não tendo sido identificados indícios de que as incorporações tenham deixado de observar a legislação vigente sobre o assunto.” Por consequência, a SEP concluiu que, após a aprovação da operação de fusão das companhias pela CVM, o processo deveria ser arquivado.

5. A avaliação da SMI, por outro lado, funda-se no disposto no artigo 117 da Instrução CVM nº 461, de 2007, de acordo com o qual estão sujeitos à aprovação prévia da CVM, para produzirem efeitos, as alterações do estatuto social das entidades administradoras de mercado organizado e as deliberações societárias e dos órgãos da administração que importem alteração substancial da organização da entidade administradora, do mercado organizado de valores mobiliários ou das atividades de autorregulação de mercados organizados de valores mobiliários.

6. Dessa forma, cabe primordialmente à SMI avaliar as alterações estatutárias que, em razão da operação, a BVVMF submeteu ao escrutínio de sua Assembleia Geral de Acionistas. Tais alterações, referentes, sobretudo, à governança da companhia, estão sintetizadas na Tabela I:

Tabela I – Alterações na Governança aprovadas na AGE da BM&FBOVESPA, em 20/05/2016:

	Situação Atual	Alteração aprovada
Número de integrantes do Conselho de Administração da BM&FBOVESPA	Conselho de Administração composto por 11 membros (vide Anexo I).	Conselho de Administração passa a ser composto por 13 membros pelo período de dois anos, sendo que os dois membros adicionais serão indicados pelo Conselho de Administração da CETIP.
Participação de titular de autorização de acesso no Conselho de Administração da	Não há previsão estatutária, embora seja prática em ambas as companhias desde as	No mínimo 2 e no máximo 4 membros do Conselho de Administração manterão vínculo com titular de Autorização de

BM&FBOVESPA	respectivas aberturas de capital.	Acesso.
Atribuição do Conselho de Administração quanto à política de negócios e de preços de produtos e serviços	Inexistente	Fixação da diretriz de negócio de balcão e de suporte às operações de crédito e da diretriz de preço de produtos e serviços.
Quóruns especiais para deliberação da política de preços	Inexistente	Alterações na diretriz de negócios e da diretriz de preços estarão sujeitas a quorum qualificado de aprovação de 90% dos membros do Conselho de Administração.
Comitê de Produtos e de Precificação	Inexistente	Comitê de assessoramento ao Conselho de Administração, com previsão de estatutária.

7. É importante destacar que, num primeiro momento, não estão previstas alterações nas atividades operacionais de ambas as companhias, as quais continuarão a funcionar como entidades administradoras de mercados organizados nos termos das autorizações concedidas pela CVM a cada qual^[1]. Adicionalmente, haja vista a preservação da sua estrutura, não haverá, a princípio, alterações na governança da CETIP.

8. Em face do exposto, não há alterações de normas de funcionamento a serem avaliadas neste momento.

II – ANÁLISE

9. À luz do disposto na Instrução CVM nº 461, de 2007, a primeira avaliação no que se refere à regularidade da operação é sua conformidade em relação ao artigo 13, segundo o qual a entidade administradora do mercado organizado e suas controladas somente poderão participar do capital de terceiros que desenvolvam atividades conexas ou assemelhadas às suas.
10. Não há dúvidas acerca da semelhança entre as atividades praticadas pela BVMF e pela CETIP, haja vista que ambas têm autorização concedida pela CVM para funcionar como administradoras de mercados organizados de balcão e para prestar serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. Dessa forma, inexistente vedação, sob esse ponto de vista, para a operação de combinação.
11. No que tange às reformas no Estatuto Social da BVMF, é necessário verificar sua compatibilidade com o disposto na Instrução CVM nº 461, de 2007. A regra geral, constante do artigo 20, determina que o Estatuto Social da entidade administradora de mercado organizado estabeleça regras relativas à sua estrutura administrativa, notadamente em relação aos órgãos necessários ao seu funcionamento, como é o caso do Conselho de Administração.
12. As alterações aprovadas pela AGE, ainda que ampliem a competência do Conselho de Administração, não

contrariam disposições da Instrução e preservam a competência atribuída à Diretoria da companhia, particularmente ao seu Diretor Geral, razão pela qual não merecem reparo quando analisadas sob o ângulo da sua adequação ao texto normativo.

13. Numa análise de mérito, dentre as alterações propostas pela BVMF quanto à sua governança merece destaque a criação do Comitê de Produtos e de Precificação como órgão de assessoramento ao Conselho de Administração. Referido comitê tem atribuições (i) de acompanhamento contínuo de todos os produtos e serviços das companhias após a aprovação da operação, e (ii) consultivas para determinada gama de produtos e serviços, notadamente os relativos à captação bancária, à unidade de financiamento e os derivativos referenciados em taxa de juros, cupom cambial e taxa de câmbio de reais para dólares dos EUA e IBOVESPA.
14. A avaliação da estrutura de preços fixados pela companhia *vis-à-vis* os preços praticados pelas principais bolsas internacionais é uma das principais feições da atividade de acompanhamento do comitê. Sua atividade consultiva será exercida se e quando houver divergência entre as propostas de alteração de preços dos produtos e serviços referidos no item (ii) do parágrafo 13 deste Memorando e a posição do Comitê, situação em que caberá ao Conselho de Administração da companhia a decisão sobre a matéria.
15. A SMI entende que a atuação do Comitê de Produtos e de Precificação pode ser de grande utilidade na institucionalização de mecanismos que aumentam a participação de uma parcela importante dos *stakeholders* da companhia (as pessoas autorizadas a operar ou titulares de autorização de acesso) no processo decisório de sua política comercial. Adicionalmente, a SMI pretende acompanhar a atuação do mencionado comitê, de forma a verificar sua efetividade e garantir seu aperfeiçoamento funcional. Ademais, também caberá à SMI confrontar a aderência das políticas comerciais implementadas com a chancela do comitê com o disposto no artigo 55 da Instrução CVM nº 461, 2007, e no artigo 39, da Instrução CVM nº 541, de 2013.
16. A obrigatoriedade de participação de titulares de autorização de acesso no Conselho de Administração, bem como a criação do quórum qualificado para alteração das diretrizes de negócios e preços (aumentando a competência estatutária do órgão) são medidas que vão ao encontro do objetivo manifesto no parágrafo anterior, cujos arranjos serão objeto do acompanhamento constante da SMI. Posto isso, não foram identificados óbices à aprovação das alterações estatutárias, uma vez que todas as matérias objeto da deliberação pela assembleia estão no espectro da discricionariedade dos acionistas da companhia por meio da aprovação do texto de seu Estatuto Social.
17. Satisfeitos os aspectos formais da operação, esta Superintendência achou por bem analisar questões relativas às suas consequências para o mercado, partindo do princípio de que uma das atribuições legais da Comissão de Valores Mobiliários é assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão (Art. 4º, inciso III, da Lei nº 6385, de 1976).
18. Inequivocamente, a operação possibilita maior eficiência na alocação de capital e a redução de custos operacionais e de observância regulatória. No entendimento da SMI, os ganhos mencionados decorrem das sinergias da operação que permitirão melhorar o foco para o desenvolvimento de novos produtos e reduzir custos em razão da consolidação de atividades redundantes. Adicionalmente, para os usuários da BVMF e da CETIP, a operação possibilitará a consolidação de processos e sistemas e, futuramente, reduzirá o custo de observância regulatória em face da provável consolidação de procedimentos relativos à autorregulação.

19. A despeito dos mencionados ganhos, a operação 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.
20. O acesso aos mercados de valores mobiliários e suas infraestruturas é orientado por uma série de princípios internacionalmente aceitos[2] que visam a assegurar condições adequadas para acesso aos mercados. Os princípios internacionais estão consagrados na norma brasileira, de forma que as condições de acesso a uma entidade administradora de mercado organizado ou a uma infraestrutura do mercado financeiro devem obedecer aos princípios de igualdade e respeito à concorrência, não podendo se constituir em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos mercados.
21. Esses princípios, consignados tanto na Instrução CVM nº 461, 2007, em relação aos mercados organizados[3], quanto na Instrução CVM nº 541, de 2013, no que tange aos serviços de depósito centralizado[4], devem nortear as regras de acesso estabelecidas pelas entidades administradoras de mercado e infraestruturas atuantes no mercado de valores mobiliários brasileiro.
22. Se, por um lado, as menções ao acesso na Instrução CVM nº 461, de 2007, podem ser compreendidas de uma forma restritiva, limitada às pessoas autorizadas a operar (ou seja, os intermediários), é inegável que a Instrução CVM nº 541, de 2013, é bastante mais abrangente ao tratar como participantes não apenas os custodiantes e os escrituradores, como também as infraestruturas de mercado para cuja atuação seja imprescindível a celebração de um contrato com o prestador de serviços de depósito centralizado.
23. Importante destacar a recorrência dos princípios dirigidos tanto às entidades administradoras do mercado, quanto aos prestadores de serviços de depósito centralizado. Neste último caso, com evidente abrangência ampliada, na medida em que menciona a própria atividade de depósito centralizado e também outras atividades a elas relacionadas ou delas dependentes.
24. É sabido que eventuais restrições ao acesso às infraestruturas de mercado podem ocorrer principalmente de duas formas distintas: pelo estabelecimento de requisitos não razoáveis[5] ou pela fixação de contraprestações não proporcionais aos serviços prestados.
25. A abordagem adotada pela CVM quanto às contraprestações, seja na Instrução CVM nº 461, de 2007, seja na Instrução CVM nº 541, de 2013, é mesma: a Autarquia não aprova previamente as contraprestações estabelecidas, mas determina que elas não podem se constituir em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos serviços prestados.
26. Claro está que a fixação de contraprestações compete às entidades administradoras de mercado ou às infraestruturas do mercado financeiro e não ao órgão regulador. Este, no entanto, pode solicitar demonstração detalhada da formação das contraprestações e determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos (art. 55, parágrafo único, Instrução CVM nº 461, de 2007).
27. Fundamentada no mencionado dispositivo e considerando o novo cenário do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro a partir da operação entre a BVMF e a CETIP, a SMI solicitou que a BVMF apresentasse uma tabela de contraprestações que levasse em conta a separação das atividades de

pós-negociação executadas pela entidade a despeito da sua integração vertical[6].

28. De acordo com o modelo de integração vertical adotado pela companhia as contraprestações fixadas se dividem em tarifas de negociação e tarifas de pós-negociação, que abrangem os serviços prestados pela câmara de compensação e liquidação (*clearing* ou CCP) e pela depositária central (CSD).
29. A SMI considera que o desmembramento das contraprestações de pós-negociação é importante para fins de transparência e adquire relevância num possível cenário de concorrência, em que uma infraestrutura de mercado financeiro queira contratar o serviço prestado pelo depositário central.
30. Visto que o § 7º do artigo 39 da Instrução CVM nº 541, de 2013, já determina que o serviço de depósito centralizado de valores mobiliários e as transferências dos valores mobiliários mantidos em depósito devem ser oferecidos de forma independente de outros serviços eventualmente prestados pelo depositário central ou entidades a ele associadas, o desmembramento das contraprestações relativas à pós-negociação da BVMF se impõe como um requisito normativo.
31. Para atendimento da solicitação da SMI, a BVMF definiu as contraprestações de forma que as receitas sejam proporcionais aos custos que foram alocados a cada atividade (negociação, CCP e CSD). A Tabela II apresenta a proposta feita pela BVMF para cobrança dos serviços, considerando a prestação de serviços para outras infraestruturas de mercado financeiro.

Tabela II – Contraprestações apresentadas pela BVMF para fins de cobrança dos serviços de pós-negociação considerando a prestação de serviços de depósito centralizado para outras infraestruturas de mercado

	Investidores Institucionais (em bps)	Variação Percentual em relação às contraprestações vigentes[7]	Demais Investidores (em bps)	Variação Percentual em relação às contraprestações vigentes[8]
Negociação	0,60	+ 20%	0,60	+ 20%
CCP	1,48	+ 11%	2,06	+ 13%
CSD	0,42	- 37%	0,59	-37%
Total	2,50	0%	3,25	0%

32. Nota-se que, sem alterar o custo final da operação no mercado à vista de renda variável para o investidor, a BVMF promoveu um rebalanceamento nas contraprestações. Esse rebalanceamento, cujos parâmetros não foram definidos pela SMI, se propõe a promover a equalização de margens entre as três atividades desempenhadas pela BVMF no mercado à vista de renda variável.
33. A justificativa da BVMF para esse movimento é evitar, neste momento, discussões que possam sugerir que a companhia estaria propensa a investir mais em atividades nas quais tem margem maior e, conseqüentemente,

menos em atividades em que a margem é menor.

34. A despeito da sua intenção de não travar esse tipo de discussão por ora, a BVMF não se compromete com o alinhamento permanente de margens e reconhece que as atividades por ela desempenhadas implicam níveis diferentes de riscos que podem ensejar margens diferenciadas no futuro.
35. No entanto, visando a demonstrar à CVM a coerência de sua política de preços, a BVMF se compromete a manter a segregação funcional de suas atividades de negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado, bem como a elaborar e disponibilizar à CVM, em caráter confidencial, demonstrativos de resultado do exercício gerenciais relativos a cada uma das antes mencionadas atividades, devidamente auditados por auditor independente registrado na CVM.
36. Ressalte-se que a proposta de contraprestações constante da Tabela II já foi elaborada a partir de demonstrações de resultados gerenciais auditadas pela KPMG Auditores Independentes. As DRE Gerenciais foram elaboradas a partir das receitas brutas e custos alocados a cada atividade, de acordo com as metodologias ABC (*Activity Based Cost*) e *Equi-proportional Mark-Up*[\[9\]](#).
37. Sem prejuízo de outras avaliações, o rebalanceamento de tarifas proposto pela BVMF caracteriza-se como um movimento em favor da competição, uma vez que aumenta as contraprestações nas atividades de negociação e *clearing*, que já despertaram o interesse de novos entrantes no mercado brasileiro[\[10\]](#), e reduz contraprestações para a prestação de serviços de depósito centralizado, onde as economias de escala parecem beneficiar a existência de apenas uma ou poucas infraestruturas para o mesmo mercado.
38. Conquanto sejam imprescindíveis para a adequada discussão acerca do acesso aos serviços de pós-negociação (CCP e CSD), a definição das contraprestações a serem pagas pelo investidor não esgota toda a discussão em relação ao tema. Isso decorre do fato de a BVMF, enquanto infraestrutura prestadora do serviço, poder fixar outros custos a serem incorridos pelo tomador do serviço. Dessa forma, haveria contraprestações de duas naturezas: uma que recai sobre os investidores em função das operações realizadas (conforme explicitado na Tabela II) e outra cobrada diretamente do contratante do serviço de pós-negociação.
39. Com efeito, contraprestações dessa segunda natureza foram propostas pela BVMF tanto para a prestação do serviço de *clearing*, como para o serviço de depósito centralizado. Tais tarifas são apresentadas na Tabela III.

Tabela III – Contraprestações propostas pela BVMF para a prestação de serviços de pós-negociação para outras infraestruturas ou entidades administradoras de mercado

Atividade	CCP	CSD
Setup cobrado na contratação	R\$ 1,872 milhão	R\$ 4,2 milhões
Manutenção anual (incidente após o 12º mês do contrato)	R\$ 1,298 milhão	R\$ 1,075 milhão

40. De acordo com a BVMF, os valores constantes da tabela III foram fixados de forma a ressarcir os custos a

serem incorridos pela companhia para habilitá-la à prestação dos serviços[12]. Embora não haja óbice de cunho legal a esse tipo de cobrança, a SMI entende que tal como as demais condições de acesso, esses custos também devem ser submetidos ao crivo do mercado por meio de um processo de consulta pública.

41. O processo de consulta pública, aliás, deve ser suficientemente amplo para abarcar todas as questões relativas ao acesso às infraestruturas de mercado operadas pela BVMF. Posto isso, para além da política comercial a ser adotada pela BVMF é importante que existam procedimentos que assegurem a qualidade dos serviços prestados e o tratamento isonômico aos clientes internos e externos ao grupo, bem como que os mecanismos a serem utilizados para tratar a justa preocupação do regulador e do mercado quanto aos aspectos qualitativos da prestação de serviços pela BVMF também sejam objeto da consulta pública.
42. Com efeito, visando a atender essa particular preocupação da SMI, a BVMF se compromete a contratar empresa de reputação internacional para desenvolver, em conjunto com a própria BVMF, a CVM e eventuais outras infraestruturas de mercados financeiros que venham a se tornar usuárias de seus serviços de pós-negociação, uma metodologia para avaliar anualmente a qualidade da prestação dos mencionados serviços e do tratamento conferido a essas outras infraestruturas e seus clientes.
43. A BVMF compromete-se, ainda, a submeter anualmente à CVM o resultado da avaliação antes referida, bem como revisar seu escopo a cada três anos, sempre com a participação da própria CVM e dos contratantes dos serviços.
44. A SMI entende que a assunção desses compromissos é um passo importante para a implantação de uma política que preveja tratamento isonômico para os usuários dos serviços de pós-negociação, independentemente da plataforma em que o negócio tenha sido fechado.
45. Evidentemente, antes mesmo de garantir um tratamento isonômico para todos os usuários dos serviços de pós-negociação, é necessário que o acesso aos serviços possa se dar nos termos da regulamentação existente. Assim, a análise da razoabilidade dos requisitos para concessão do acesso se mostra imperiosa, de que decorre a necessidade de proceder à avaliação do regulamento de acesso da entidade administradora de mercado organizado e da infraestrutura de mercado financeiro.
46. É importante destacar que a análise de regulamentos das infraestruturas de mercado é tarefa conjunta da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil. Neste momento, aliás, está em curso em ambas as Autarquias a avaliação dos regulamentos da pós-negociação da BVMF com vistas à segunda fase do projeto de integração das câmaras de compensação e liquidação, conhecido como IPN-V2.
47. Ao final do projeto de integração das câmaras, a BVMF terá reconhecida junto a ambos os reguladores a existência de duas infraestruturas atuantes na pós-negociação do mercado à vista de renda variável: a CCP e a CSD.
48. Dessa forma, parece-nos mais adequado dar continuidade à análise dos regulamentos da pós-negociação em conjunto com o Banco Central do Brasil do que antecipar uma conclusão isolada da Comissão de Valores Mobiliários. Ademais, entendemos que a avaliação conjunta é o caminho mais conveniente para as questões relativas a regulamentos de infraestruturas de mercado, onde a competência regulatória é claramente

concorrente, aumentando a segurança do mercado quanto ao conteúdo dos regulamentos.

49. Ainda com relação aos regulamentos, note-se que sempre deverão observar as disposições estabelecidas nas normas que regem as atividades seja na CVM, seja no BCB. Dessa forma, caberá a ambos os reguladores assegurar que os princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência presentes nas normas brasileiras se efetivem nas disposições regulamentares estabelecidas pela BVMF.
50. 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.
51. No entender da SMI, eventuais manifestações do mercado acerca (i) do regramento 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.
52. Posto isso, a SMI esclarece que não emitirá, neste momento, nenhum juízo de valor quanto às condições de acesso (procedimentos e contraprestações) propostas pela BVMF para seus serviços de pós-negociação e, embora ratifique sua posição de que o acesso aos serviços de pós-negociação ganha relevância num provável cenário de monopólio, a Superintendência considera que a preocupação do regulador quanto ao acesso não se origina na operação e tampouco se exaure com ela. Isso equivale a dizer que questões relativas ao acesso têm merecido e continuarão a merecer a atenção da CVM visando a que os princípios constantes da regulação brasileira sejam efetivamente cumpridos.
53. De igual maneira, a SMI entende que a operação em análise não suscita, *per se*, questões adicionais acerca da atividade de autorregulação no mercado de valores mobiliários. No entanto, a Superintendência reconhece a alta probabilidade de que essa atividade venha a ser das primeiras a sentir os efeitos da operação, uma vez que as próprias companhias já manifestaram a intenção de promover a integração de seus departamentos de autorregulação após a operação.
54. Essa provável integração será uma oportunidade de concretizar uma das propostas constantes do “Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado”, documento produzido pelo grupo de trabalho interno constituído pela CVM para discussão de temas relacionados à concorrência no mercado regulamentado de valores mobiliários.
55. O mencionado relatório foi submetido à apreciação do Colegiado da CVM que, em reunião realizada em 19 de julho de 2016, aprovou as propostas nele contidas. Dessa forma, a CVM indicou inequivocamente ao mercado sua propensão a promover alterações regulatórias que viabilizassem a adoção no Brasil do modelo de autorregulação unificada.
56. Mais recentemente, em 10 de fevereiro de 2017, a BVMF divulgou o Comunicado Externo 005/2017-DP, por meio do qual levou ao público seu entendimento de que o modelo proposto pela CVM se afigura como a solução mais adequada para o mercado de valores mobiliários brasileiro, inclusive no contexto de coexistência de diversas infraestruturas de mercado financeiro.

57. Nesse contexto e devido ao potencial da BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados para ocupar a posição de autorregulador único, a BVMF comprometeu-se a:

1. manter a BSM como pessoa jurídica separada da BVMF;
2. preservar o funcionamento da Câmara Consultiva de Mercado da BSM, de forma a garantir que tal câmara atue como um efetivo canal de interlocução entre a BSM e os participantes atuantes nos mercados administrados pela BVMF;
3. em até 90 dias a contar da data em que uma outra infraestrutura de mercado solicite o acesso a serviços prestados pela BSM, a instituir a segregação física predial da BSM; e
4. promover as alterações na BSM de forma a atender eventual regulamentação emitida pela CVM contemplando o modelo de autorregulador único, o qual concederá tratamento isonômico a toda infraestrutura de mercado e seus respectivos participantes em linha com o proposto pela CVM, e desde que em condições que preservem o valor do investimento realizado pela BVMF na BSM desde a sua instituição.

58. Mesmo reconhecendo que somente com o avanço da reforma da regulamentação da CVM (notadamente a da Instrução CVM nº 461/2007, cuja audiência pública está prevista para o final deste ano) haverá um marco regulatório bem delineado para a materialização do autorregulador único, a SMI entende que a adesão da BVMF à proposta de autorregulação unificada é bastante positiva e, inclusive, encaminha o debate com potenciais concorrentes, permitindo-lhes o ajuste de seus projetos de investimento.

III – CONCLUSÃO

59. A operação de combinação da BVMF com a CETIP pode ser sinteticamente descrita como uma operação de incorporação das ações da CETIP por uma *holding* de capital fechado (a São José *Holding*) e sua subseqüente incorporação pela BM&FBOVESPA, passando a CETIP a ser uma subsidiária integral da BVMF.

60. Esta Superintendência não identificou óbices à aprovação da operação pela CVM, haja vista as alterações do estatuto social da companhia e demais deliberações societárias reativas à operação terem sido tomadas em conformidade com as disposições constantes da Instrução CVM nº 461, de 2007.

61. Apesar dos méritos da operação e dos ganhos de eficiência que a justificam, não se pode deixar de reconhecer que essa operação concentrará, sob a mesma companhia, toda a cadeia de negócios relativa ao mercado secundário de valores mobiliários e ao mercado de derivativos de bolsa e balcão, abarcando as atividades de (i) registro, (ii) negociação, (iii) compensação e liquidação e (iv) depósito centralizado.

62. Se, como afirmado pela BVMF e pela CETIP, a operação cria uma companhia “de classe mundial, com grande importância sistêmica, preparada para competir em um mercado global cada vez mais sofisticado e

desafiador” [13], é legítimo que questões relativas à sua governança, às condições de acesso aos mercados em que ela atue e à qualidade dos serviços prestados sejam suscitadas neste momento.

63. Nesse contexto, conforme descrito neste Memorando, a SMI destaca as principais medidas adotadas ou em relação às quais haja assunção de compromisso pela BVMF:

1. Governança da companhia: aumento do número de membros do Conselho de Administração, que passará a contar, obrigatoriamente, com representantes dos titulares de autorização de acesso aos mercados administrados pela BVMF; ampliação da competência do Conselho de Administração em relação à fixação de diretrizes de negócios e preços da companhia; criação do Comitê de Produtos e de Precificação, com competência de acompanhamento e consultiva em relação à política comercial da companhia. A SMI pretende observar a atuação do Comitê de forma a verificar sua efetividade e garantir a eficácia do seu funcionamento.
2. Condições de acesso aos mercados administrados pela companhia: as condições de acesso serão objeto de consulta pública elaborada pela BVMF, cujo relatório será submetido à CVM. Os resultados da consulta pública poderão subsidiar a CVM em sua decisão de mérito acerca dos seguintes pontos:
 1. Preços: proposta de rebalanceamento das contraprestações relativas às atividades de negociação, *clearing* e depósito centralizado das operações no mercado à vista de renda variável, de modo a que as receitas geradas por cada atividade sejam proporcionais aos custos que foram alocados a cada uma delas.
 2. Requisitos técnicos: alteração do Regulamento e Manual de Acesso de forma a contemplar o acesso por outras infraestruturas de mercado aos serviços prestados pela BVMF; publicação de Ofícios Circulares explicitando as condições de acesso às infraestruturas de mercado administradas pela BVMF.
 3. Qualidade dos serviços prestados: contratação de empresa para, em conjunto com a própria BVMF, a CVM e eventuais infraestruturas de mercado que venham a se tornar usuárias de seus serviços, desenvolver uma metodologia de avaliação da qualidade da prestação dos serviços prestados pela BVMF e o tratamento conferido a outras infraestruturas e seus clientes.
3. Autorregulação: a BVMF aderiu, em 10 de fevereiro de 2017, publicamente aos princípios relativos à autorregulação unificada publicados pela CVM em julho/2016. Adicionalmente, comprometeu-se a fazer a segregação física predial da BSM em caso de solicitação de acesso dos seus serviços de autorregulação por outra infraestrutura do mercado e promover as alterações na BSM de forma a atender eventual regulamentação da CVM contemplando o modelo de autorregulador único.
4. Segregação das unidades de negócios: para comprovar a coerência de sua política de preços, a BVMF se compromete a manter a segregação funcional de suas atividades de negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado, bem como a elaborar e disponibilizar à CVM, em caráter confidencial, demonstrativos de resultado do exercício gerenciais relativos a cada uma daquelas atividades, devidamente auditados por auditor independente registrado na CVM.

64. Com base em todo o exposto, a SMI manifesta-se favoravelmente à aprovação da operação de combinação da operação da BM&FBOVESPA com a CETIP, uma vez que entende inexistirem óbices regulamentares à sua efetivação, bem como que as medidas propostas pela BVMF são mitigadores adequados para os riscos regulatórios apontados.

[1] A BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros recebeu autorização da CVM para funcionar como entidade administradora do mercado organizado de bolsa e entidade administradora do mercado organizado de balcão, nos termos da Instrução CVM nº 461/2007 e alterações posteriores. Também está autorizada a prestar serviços de depósito centralizado, nos termos da Instrução CVM nº 541/2013.

A CETIP S.A. Mercados Organizados foi autorizada pela CVM a funcionar como entidade administradora de mercado organizado de balcão, nos termos da Instrução CVM nº 461/2007, e como prestadora de serviços de depósito centralizado, conforme Instrução CVM nº 541/2013.

[2] Em 2012, foram publicados pelo Comitê de Pagamentos e Infraestruturas de Mercado, do BIS, em conjunto com a Organização Internacional das Comissões de Valores, os PFMI (Princípios para as Infraestruturas de Mercado). A regulamentação brasileira foi considerada em total conformidade com tais princípios, inclusive no que tange ao acesso (Princípio 18).

[3] Instrução CVM nº 461/2007, art. 51, § 2º.

[4] Instrução CVM nº 541/2013, art. 39, § 2º.

[5] CPMI-IOSCO – Principles for financial markets infrastructures (April 2012). Explanatory note 3.18.1: “An FMI should ensure that its participants and any linked FMIs have the requisite operational capacity, financial resources, legal powers, and risk-management expertise to prevent unacceptable risk exposure for the FMI and other participants. An FMI’s participation requirements should be clearly stated and publicly disclosed so as to eliminate ambiguity and promote transparency.”

[6] É importante destacar que a integração vertical da BVMF é permitida pela legislação aplicável e que a entidade está autorizada para o desempenho de suas atividades pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil, no âmbito de suas respectivas competências.

[7] Contraprestações vigentes para o mercado à vista de renda variável, com a proposta de desmembramento da tarifa de pós-negociação visando à prestação de serviços de depósito centralizado para outras infraestruturas de mercado:

		Investidores Institucionais	Demais Investidores
		(em bps)	(em bps)
Negociação		0,50	0,50
Pós-negociação	CCP	1,33	1,83
	CSD	0,67	0,92
Total		2,50	3,25

[8] Idem.

[9] 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.

[10] Referência ao processo administrativo SEI 19957.002814/2016-83, instaurado em função de pedido de autorização para funcionar como entidade administradora do mercado de bolsa, mas arquivado sem decisão de mérito.

[11] Para a contratação dos serviços da sua depositária, a BVMF também apresentou uma opção segundo a qual não haveria desembolso inicial ou o pagamento da manutenção anual pela contratante. Referida proposta consiste na aplicação de uma taxa regressiva sobre os volumes liquidados, de acordo com a tabela abaixo:

Faixa de volume diário liquidado (R\$ milhões)	Contraprestação (em bps)
0 a 100	0,7950
100 a 200	0,5963
200 a 300	0,3975
Acima de 300	0,1988

[12] Os principais custos apontados referem-se à aquisição de servidores (produção e não-produção), mão de obra e realização de testes regressivos e de capacidade.

[13] Correspondência BM&FBOVESPA 074/2017-DP, item 1.1.

Respeitosamente

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 17/03/2017, às 17:20, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0244743** e o código CRC **B56D50CF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0244743** and the "Código CRC" **B56D50CF**.*

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS****ANEXO****Anexo I – Composição Atual dos Conselhos de Administração**

BM&FBOVESPA	
Membro	Vínculo
Pedro Pullen Parente (Presidente)	Independente
Claudio Luiz da Silva Haddad	Independente
Antonio Carlos Quintella	Independente
Charles Peter Carey	CME Group (CA)
Denise Pauli Pavarina	Banco Bradesco S.A. (Diretoria Executiva)
Eduardo Mazzilu de Vassimon	Itaú Unibanco S.A. (Diretoria Executiva)
José de Menezes Berenguer Neto	JP Morgan no Brasil (Diretor Presidente)
Laércio de Lucena Consentino	Independente
Luiz Antonio de Sampaio Campos	Independente
Luiz Fernando Figueiredo	Independente
Luiz Nelson Guedes de Carvalho	Independente

CETIP	
Membro	Vínculo
Edgar da Silva Ramos (Presidente)	Independente
David Scott Goone	ICE – Intercontinental Exchange (Diretor Vice-Presidente)
Alexsandro Broedel Lopes	Itaú Unibanco S.A. (Diretoria Executiva)
Alkimar Ribeiro Moura	Independente
Cassio Casseb Lima	Independente
José Lucas Ferreira de Melo	Independente
José Roberto Machado Filho	Banco Santander (Brasil) S.A. (Diretoria Executiva)
Pedro Paulo Mollo Neto	Independente
Roberto de Jesus Paris	Banco Bradesco S.A. (Diretor de Tesouraria)



Documento assinado eletronicamente por **Margareth Noda, Analista**, em 17/03/2017, às 17:08, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0244764** e o código CRC **41C25CF0**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0244764** and the "Código CRC" **41C25CF0**.*