



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 44/2020-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 02 de dezembro de 2020.

Ao Superintendente Geral da Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: **Autorização para prestação de serviços de depósito centralizado**

Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. (M2M)

I - Origem

1. Em 26 de abril de 2019, a Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. (M2M) protocolizou, nos termos do disposto no artigo 9º da Instrução CVM nº 541/2013, pedido de autorização para prestação de serviços de depósito centralizado para Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA).
2. O pedido se fez acompanhar dos atos constitutivos da companhia devidamente arquivados na Junta Comercial do Estado de São Paulo e de minutas de regulamentos e manuais de acesso, operações, de normas de ativos, de normas de constrições e garantias e seus respectivos manuais operacionais (vide Anexo I).
3. A M2M também se referiu à consulta que fizera dias antes (em 1º de abril de 2019) acerca dos direitos creditórios que constituem lastro para os CRA e a não obrigatoriedade de seu registro ou depósito em sistemas autorizados pela CVM ou Banco Central do Brasil (BCB), bem como, em caso de registro ou depósito dos lastros, a desnecessidade de que tal registro ou depósito se desse no mesmo ambiente em que ocorre o depósito dos CRA.

4. A requerente solicitou que seu pedido de autorização fosse apreciado com vistas à concessão de uma autorização mediante o cumprimento das condições suspensivas elencadas abaixo:
- i) aumento do capital social do depositário central;
 - ii) implantação dos sistemas aplicáveis para a prestação de serviço de depósito centralizado;
 - iii) assinatura de contrato de interoperabilidade com outras infraestruturas de mercado;
 - iv) ajustes nos documentos societários da requerente.
5. Para fundamentar seu pedido de concessão de autorização condicionada, a requerente evocou a decisão do Colegiado da CVM quanto ao processo SP 2015/0122, relativa ao pedido de autorização da Brix Energia e Futuros S.A., e informou entender possível o cumprimento das condições eventualmente estabelecidas no prazo de 6 (seis) meses a partir do deferimento da autorização provisória.

II – Consulta à PFE

6. A M2M Consultoria e Participações S.A., uma das acionistas da requerente, formulou consulta à CVM acerca da necessidade de migração dos direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) em caso de existência de mais de uma infraestrutura que mantenha tais valores mobiliários em depósito.
7. Em síntese, a consulta visava a confirmar o entendimento de que a migração dos lastros não se fazia necessária em face de a Lei nº 11.076/2004 não estabelecer a obrigação de registro dos lastros de CRA. A consulta também pretendia confirmar o entendimento da consulente quanto à melhor interpretação do artigo 14 da Instrução CVM nº 600/2018, segundo o qual os lastros devem ser custodiados por empresa contratada especificamente para esse fim, a menos que sejam registrados em entidade administradora de mercado ou registradora de créditos autorizada pelo BCB, o que, no entender da consulente, reforça a interpretação de que o registro dos lastros é uma faculdade e não uma obrigação.
8. A SMI instaurou o processo 19957.004305/2019-38 e, por meio do Memorando nº 19/2019/CVM/SMI, remeteu a consulta à Procuradoria Federal Especializada lotada na CVM. A resposta da PFE consta da conclusão do Parecer nº 00075/2019/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU a seguir reproduzida:

“No caso de migração de valores mobiliários decorrente de interoperabilidade entre depositários, o depositário central, que passará a deter a titularidade fiduciária do valor mobiliário objeto da transferência, se tornará responsável por assegurar a custódia ou guarda do lastro perante terceiro; não haverá, propriamente, migração do lastro, que poderá ser mantido junto ao custodiante ou terceiro responsável pela guarda originalmente constituído, mas transferência da responsabilidade pelo cumprimento do disposto no art. 28, I, da Instrução CVM 541/2013, precipuamente via contrato;”

No caso de CRA, operando-se a migração do respectivo valor mobiliário, a solução será a mesma, quer se cuide de lastros mantidos em custódia, quer de lastros registrados em entidade administradora de mercado, ou registradora de créditos autorizada pelo Banco Central do Brasil, haja vista que, embora o art. 14, inciso I, da Instrução 600/2018 excepcione a contratação de custodiante, a responsabilidade do depositário central de assegurar que os valores mobiliários, ativos financeiros ou instrumentos contratuais que sirvam de lastro **sejam custodiados ou sejam objeto de guarda por um terceiro, conforme a sua natureza e na forma da regulamentação aplicável**, tem sede normativa diversa, qual seja, o art. 28, I, da Instrução CVM 541/2013, conforme visto acima. Por consequência, o depositário central receptor do título deverá se responsabilizar, via contrato, pelo cumprimento do dispositivo.”
(destaques no original)

9. Em síntese, a PFE confirmou a desnecessidade de migração dos lastros, em caso de transferência dos CRA entre depositários centrais, mas ressaltou que compete ao depositário destino do CRA a assegurar de que os lastros sejam custodiados ou sejam objeto de guarda por um terceiro, com a adoção de todas as medidas necessárias para garantir a sua existência e integridade, assim como o efetivo controle sobre as suas movimentações.

III – Pedido de informações adicionais

10. Conforme faculta o artigo 10, § 1º da Instrução CVM nº 541/2013, a CVM pode solicitar ao requerente de autorização para prestação de serviço de depósito centralizado informações adicionais àquelas apresentadas quando da protocolização do pedido.
11. Esclarecimentos e informações adicionais foram solicitados à M2M em 12/09/2019, por meio do Ofício nº 70/2019/CVM/SMI (0839098). Em síntese, a requerente foi instada a apresentar esclarecimentos sobre aspectos do (i) seu estatuto social; (ii) do regulamento, manuais de normas e operacionais e fluxos de operações; (iii) cumprimento dos Princípios para Infraestruturas do

Mercado Financeiros; (iv) mecanismos de segregação das atividades do depositário central; (v) liquidação das operações com valores mobiliários depositados; (vi) interoperabilidade entre depositários centrais; (vii) autorregulação.

12. A resposta da M2M foi protocolizada em 07 de outubro de 2019 e comunicou a realização de alterações em alguns dos documentos inicialmente apresentados em face dos pedidos efetuados pela SMI (vide Anexo I).
13. Quanto aos mecanismos de segregação das atividades do depositário central, a M2M esclareceu que todo o pessoal a ser utilizado na atividade fim da depositária (operações e controles internos) terá atuação exclusiva. A M2M pretende utilizar, no entanto, pessoal já atuante no grupo em atividades meio (TI, financeiro, RH e administrativo). Ao menos na fase inicial das operações, essa estratégia reduz custos e aumenta a eficiência operacional da empresa.
14. Para garantir a segregação foram adotadas as seguintes medidas: separação física de ambientes (controles internos e operações da depositária); assinatura de termos de confidencialidade; segurança em ambientes de rede; segurança em arquivos físicos e segurança e controle de acesso, físico e eletrônico. A segregação de atividades será verificada nas rotinas de controles internos.
15. Especificamente quanto à liquidação das operações com valores mobiliários depositados, a M2M reafirmou sua disposição em contratar a CIP – Câmara Interbancária de Pagamentos – para a adequada liquidação das operações, a realização dos bloqueios eventualmente cabíveis e para o recebimento, em tempo hábil, das instruções de movimentação, nos termos do previsto no artigo 34, § 2º da Instrução CVM nº 541/2013.
16. Ocorre que àquela altura a CIP não detinha autorização do Banco Central do Brasil para realizar a liquidação de valores mobiliários. Tal condição foi reconhecida pela M2M, que juntou aos autos documento (datado de 18 de setembro de 2019) emitido pela CIP por meio do qual o Conselho de Administração dessa última teria manifestado sua concordância com a prestação do serviço de liquidação à M2M, o que permitiria a CIP dar “andamento nos trâmites junto ao Banco Central do Brasil para a regularização das autorizações necessárias”.
17. A M2M também ressaltou seu entendimento de que a concessão da autorização para que uma infraestrutura de mercado preste serviços de liquidação de valores mobiliários pode ser feita indistintamente pela CVM ou pelo BCB, conforme dispõe o artigo 2º, parágrafo único, inciso III da Lei nº

10.214, de 2001.

18. Com esse fundamento, a M2M entende que a “CVM seria competente para definir as entidades que estariam autorizadas a participar da plataforma M2M na qualidade de sistema de liquidação, dado que a liquidação de uma operação envolvendo valores mobiliários é composta (i) tanto pela transferência da titularidade do valor mobiliário (o que seria controlado e operacionalizado pela Requerente), (ii) quanto pela efetiva transferência de recursos financeiros (o que seria controlado e operacionalizado) pelo sistema de liquidação.”
19. A despeito disso, a M2M reafirmou que formalizara perante a CVM seu interesse em terceirizar os serviços de liquidação (nos termos previstos no artigo 4º da Instrução CVM nº 541/2013) por meio de um contrato com a CIP no qual seriam estabelecidos regras e procedimentos para que a câmara atuasse como sistema de compensação e liquidação, de acordo com os termos da Circular BCB nº 3057/2001.
20. Notamos que a CIP não figura no Cadastro Geral da CVM sob nenhuma rubrica, e tampouco efetuou qualquer pedido de autorização à CVM para obter autorização para desempenho de atividade de liquidação de operações com valores mobiliários. Houvera ocorrido tal pedido, a orientação da SMI à requerente seria para que ele fosse dirigido ao Banco Central do Brasil em face da inexistência de regulamentação específica desta Autarquia quanto às atividades de compensação e liquidação.

IV - Interrupção do prazo de análise e recurso da M2M

21. Em 27 de dezembro de 2019, por meio do Ofício nº 103/2019/CVM/SMI, esta Superintendência informou à M2M que estava impossibilitada de concluir a análise que subsidiaria o Colegiado da CVM na deliberação quanto ao pedido de autorização para prestação do serviço de depósito centralizado enquanto não houvesse comprovação, pela M2M, da manutenção (nos termos do disposto no art. 8º, § 2º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 541/2013), de estrutura que permita a comunicação e a troca de informações com sistemas de compensação e liquidação de operações devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil. Dessa forma, a SMI informou à requerente que permanecia pendente de resposta o questionamento constante do item (e) do Ofício nº 70/2019-CVM/SMI (0839098).
22. A decisão da SMI implicava a interrupção do prazo de análise até a apresentação de evidências de que seria possível o cumprimento do disposto

no mencionado artigo 8º da Instrução CVM nº 541/2013. Isso porque, até aquela altura, a CIP, entidade com a qual a M2M pretendia contratar, não era uma entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil para a prestação de serviços de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

23. Inconformada, a M2M recorreu da decisão da SMI alegando que a formalização do contrato com a CIP poderia ser incluída nas condições a serem por ela cumpridas antes da concessão definitiva da autorização para a prestação dos serviços de depósito centralizado, uma vez que a requerente já havia apresentado documentos que comprovavam a intenção de ambas as partes (M2M e CIP) em contratarem entre si.
24. A SMI entendeu que o não cumprimento do requisito de manter contrato com estrutura que pudesse fazer a liquidação de operações com valores mobiliários depositados na M2M era obstáculo intransponível e não poderia ser incluído nas condições suspensivas que permitiriam a concessão de autorização condicionada à requerente. A Superintendência ressaltou que não caberia a concessão de autorização condicionada à obtenção pela CIP (na condição de contratada pela M2M) de autorização junto ao BCB para a prestação de serviços de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários pelos seguintes motivos:
- i) a CIP não é parte no processo de obtenção de autorização pela M2M para prestação de serviços de depósito centralizado;
 - ii) a SMI não tinha condições de avaliar quanto tempo seria dispendido pelo BCB na realização de todas as diligências prévias à concessão da autorização para que a CIP estivesse habilitada a prestar o serviço demandado pela M2M, de quem, tampouco, dependeria o andamento do processo junto àquela Autarquia; e
 - iii) não estaria claro, no momento em que a decisão foi proferida, se a própria M2M, como infraestrutura de mercado financeiro, estaria sujeita à autorização do BCB^[1], o que poderia alterar sensivelmente o plano de negócios da companhia e, conseqüentemente, impactar a avaliação da CVM.
25. A decisão da SMI submetida ao Colegiado da SMI que, em reunião realizada em 10 de março de 2020, negou provimento ao recurso acolhendo os argumentos apresentados pela SMI (0973858).

V – Interoperabilidade entre depositários centrais

26. A Instrução CVM nº 541/2013, art. 4º, determina que a relação entre dois ou

mais depositários centrais pode se constituir de duas formas: por meio de vínculo de participação ou pela criação de mecanismos de interoperabilidade.

27. Em ambos os casos, os depositários centrais envolvidos devem definir regras e procedimentos destinados a assegurar que a transferência dos valores mobiliários entre os depositários seja realizada em tempo hábil, tendo em vista o interesse dos investidores, a efetividade dos processos de conciliação previstos na Instrução e a rastreabilidade das movimentações realizadas.
28. Embora a Instrução não seja prescritiva em relação às regras e procedimentos antes mencionados, ela estabelece que tais regras e procedimentos devam ser previamente aprovados pela CVM, o que também se aplica ao cronograma para a constituição de vínculos apresentado pelos depositários envolvidos.
29. Ocorre que os mecanismos de interoperabilidade com a B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (único depositário centralizado de valores mobiliários com autorização concedida pela CVM para a prestação do serviço) apresentados pela M2M não foram considerados adequados, porque descumpridores do requisito de permitir a transferência de valores mobiliários em tempo hábil.
30. De fato, a SMI considera que a proposta não constituía propriamente um mecanismo de interoperabilidade, uma vez que se operacionalizava pela devolução dos valores mobiliários pelo depositário origem para o respectivo escriturador e a posterior transferência para o depositário destino.
31. Dessa forma, a SMI solicitou à M2M a apresentação do modelo que considerasse adequado para implantação da real interoperabilidade entre depositários centrais e o apontamento dos motivos que impediam a adoção daquele modelo.
32. A M2M informou que havia celebrado um Memorando de Entendimentos com a B3 em que ambas assumiam o compromisso de envidar esforços para o estabelecimento de cronograma em conjunto para o estabelecimento da interoperabilidade. Informou que, considerando unicamente o desenvolvimento interno à própria companhia, o modelo de interoperabilidade automatizado por ela apresentado poderia estar operacional em 6 (seis) meses e ressaltou que até aquele momento, as interações com a B3 não haviam permitido a apresentação de um mecanismo de interoperabilidade ou cronograma consensuais.
33. Ato contínuo, a SMI instou tanto a requerente quanto a depositária

incumbente a que apresentassem o modelo de interoperabilidade e o respectivo cronograma de implantação.

34. Em resposta conjunta (0966037), requerente e incumbente reiteraram o comprometimento e o interesse em criar um sistema de interoperabilidade que cumpra o disposto no artigo 4º, § 3º, inciso II da Instrução CVM nº 541/2013, e apresentaram dois fluxos de interoperabilidade:
- i) Fluxo inicial a ser observado pela M2M e pela B3 até que se atinja a média de 8 (oito) operações diárias ao longo de uma semana: o processo se dá por troca de e-mails entre os depositários com solicitações e validações; custodiantes de ambas as depositárias comandam retirada da depositária origem e depósito na depositária destino por meio dos respectivos sistemas; escriturador atualiza seus controles por meio de arquivos enviados pelos depositários.
 - ii) Fluxo definitivo e automatizado, a partir do atingimento da média de 8 (oito) operações diárias ao longo de uma semana, quando se tornaria imprescindível o desenvolvimento de sistema que assegure a efetividade e a segurança dos procedimentos de interoperabilidade.
35. No momento inicial de concomitância de operações, M2M e B3 comprometem-se a realizar em D0 todas as transferências informadas à depositária destino até as 11h00, desde que participantes, investidores e instrumentos estejam devidamente cadastrados em ambas as depositárias e os ativos estejam em posição de livre movimentação.
36. O fluxo definitivo e automatizado de interoperabilidade começará a ser desenvolvido a partir do momento em que os pedidos de transferência atinjam a média diária (medida semanalmente) de 8 (oito). O período estimado para o desenvolvimento, homologação e entrada em produção do mecanismo de interoperabilidade é de 8 (oito) meses, período durante o qual tanto a depositária incumbente quanto a requerente afirmam que as transferências poderão ser feitas de acordo com o fluxo inicial ainda que haja aumento significativo da demanda por transferências.
37. A SMI entende razoável a proposta das depositárias envolvidas pelos seguintes motivos:
- i) O fluxo inicial permite a transferência em D0 (respeitada uma janela de horário) sem a necessidade de envolvimento do escriturador em etapas intermediárias, de forma que se caracteriza como mecanismo de interoperabilidade, ainda que haja processos manuais.
 - ii) O projeto prevê a automatização do processo a partir do momento em que houver escala que justifique essa automatização;

iii) As depositárias envolvidas afirmam ter capacidade de efetivação das transferências com eficiência durante o período de desenvolvimento e homologação dos sistemas que permitirão a automatização do mecanismo de interoperabilidade.

38. As depositárias envolvidas deverão fazer reportes periódicos à SMI acerca das transferências efetuadas de modo a permitir o acompanhamento desses pedidos e o disparo do processo de eletronificação dos procedimentos. É importante destacar que essa informação será monitorada pelo Sistema de Acompanhamento de Mercado da CVM (SAM-CVM) que recebe diariamente o saldo de cada conta na depositária. Embora o padrão para o envio dessa informação não esteja definido, é possível a criação de novo arquivo a ser disponibilizado diariamente pelas depositárias com a finalidade de informar transferências de posição.

VI – Requisitos da Instrução CVM nº 541/2013

39. Conforme prevê a Instrução CVM nº 541/2013 em seu artigo 8º, o requerente de autorização de acesso deve:

I – apresentar estudo de viabilidade econômico-financeira, acompanhado de proposta de patrimônio mínimo coerente com as atividades desenvolvidas e comprovação da existência dos recursos necessários e das fontes de tais recursos;

II – possuir processos e sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício das suas atividades, de forma a permitir o registro, o processamento e o controle das contas de depósito e das posições nelas mantidas; e

III – apresentar documento que comprove a observância das recomendações e princípios formulados pelo Comitê sobre Sistemas de Pagamentos e Liquidações (CPSS) e pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (OICV-IOSCO).

40. A Instrução também determina (art. 8º, § 1º) que o patrimônio mínimo proposto, processos e sistemas devem ser compatíveis com o tamanho, as características e o volume das operações de responsabilidade do requerente, bem como com a natureza e a espécie dos valores mobiliários depositados.

41. Apesar do crescimento pouco superior a 22% observado nos estoques de CRA entre dezembro de 2018 e novembro de 2020, o mercado de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ainda é um mercado pequeno considerando o tamanho do agronegócio no Brasil, o que pressupõe um potencial de crescimento significativo. No ano de 2020, observa-se uma

relativa estabilidade dos estoques de CRA emitidos, conforme comprova a Tabela I.

Tabela I – Estoque de Certificados de Recebíveis do Agronegócio

Mês/Ano	Estoque de CRA ao fim de cada período (em R\$ bi)
Dezembro/2019	42,7
Janeiro/2020	42,8
Fevereiro/2020	43,1
Março/2020	43,3
Abril/2020	41,4
Maió/2020	41,5
Junho/2020	43,1
Julho/2020	45,7
Agosto/2020	44,8
Setembro/2020	44,9
Outubro/2020	44,4
Novembro/2020	44,2

Fonte: B3 S.A.

42. Com base nessas informações, a M2M avalia que o potencial de crescimento do mercado de CRA é bastante promissor, tanto nas emissões (mercado primário), quanto nos negócios de mercado secundário, os quais, aliás, são ainda pouco significativos quando comparados com outros investimentos de renda fixa.
43. De acordo com dados da B3, o giro médio de CRA nos últimos seis meses, calculado dividindo-se o volume negociado pelo estoque existente é da ordem de 8,4%, percentual muito aquém daquele observado nos títulos públicos federais prefixados, cujo giro médio é pouco superior a 30%.
44. De fato, de diversos pontos de vista, o mercado de CRA tem potencial de expansão. A distribuição, por exemplo, é altamente concentrada. Considerando-se as emissões dos últimos 12 meses, o principal distribuidor foi responsável por mais de 45% do mercado. Confirmando a concentração, 90% das emissões foram distribuídas por apenas 6 instituições que também desempenham o papel de custodiantes dos CRA.
45. O plano de negócios da M2M investe na diferenciação de serviços e nas ferramentas tecnológicas que pretende colocar à disposição dos participantes para atraí-los para a nova depositária. A requerente, no entanto, não ignora que, em face de concorrência, haveria reação da incumbente.

46. Tal reação poderia ocorrer por meio da política tarifária ou, no médio prazo, de investimentos para equiparação dos serviços prestados pela incumbente. A M2M acredita que poderia mitigar os riscos de uma política tarifária mais agressiva por parte da incumbente com diferenciação de suas tarifas por nível de serviço. Quanto aos serviços propriamente ditos, a requerente aposta na inovação constante que já caracteriza os negócios do grupo aliada à manutenção de canal de comunicação permanentemente aberto com o mercado para identificação de novas necessidades e apresentação de soluções com agilidade.
47. Especificamente quanto ao serviço a ser prestado pela M2M, o objetivo é que haja valor agregado aos tradicionais serviços de um depositário central. Para tanto, a requerente pretende investir fortemente na comunicação entre os agentes integrantes do mercado de CRA, o que aumentaria a transparência e confiabilidade da informação, em face do provimento de uma consulta centralizada para os investidores por meio do Portal do CRA.
48. Por conta da sua atuação na prestação de serviços para tesourarias, a M2M já conta com uma importante carteira de clientes do setor agrícola, dentre os quais a principal securitizadora desse mercado. Dessa forma, segundo a M2M, suas plataformas já controlam cerca de 50% do mercado de CRA, o que atesta sua competência técnica e operacional junto ao emissor e ao originador e a motiva a expandir sua oferta de valor aos demais participantes do mercado, particularmente distribuidores e investidores por meio da prestação de serviços de depósito centralizado.
49. O plano de negócios prevê o atingimento do ponto de equilíbrio ao final do terceiro ano de operações (1149070), quando haveria um fluxo de caixa operacional líquido positivo. As premissas estão detalhadas no mesmo documento e estimam um crescimento do mercado similar ao observado nos últimos 21 meses.
50. O estudo de viabilidade do projeto compara os preços vigentes na incumbente com os preços que a M2M pretende fixar e simula emissões em ambos os ambientes. A requerente projeta que os preços das emissões em seu ambiente serão sensivelmente mais baixos, o que tornaria a emissão na M2M mais atrativa. No entanto, como mencionado anteriormente, a requerente não aposta apenas no preço para conquistar mercado.
51. De fato, a M2M reconhece a alta probabilidade de a incumbente reagir ao início da competição com uma redução de preços, mas acredita que a qualidade do serviço por ela prestado constitui um incentivo bastante contundente para a conquista do mercado.

52. Esse entendimento parece ser compartilhado pela W7BZ Holding S.A. que se comprometeu a fazer o investimento necessário para viabilizar a execução do projeto. O fundo por meio do qual o investimento será realizado (W7 Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia) define em regulamento que seu objetivo é buscar, no longo prazo, valorização do capital investido, buscando a meta de rentabilidade de 10,5% a.a. acrescida do IPCA/IBGE (Indexador). Isso significa que essa é a rentabilidade mínima que o mencionado fundo busca em um projeto.
53. Conquanto possam ser consideradas otimistas, as projeções feitas pela M2M indicam a viabilidade do projeto. Ainda que o retorno do investimento não se dê no prazo estimado de 3 anos, tendo em conta a alta especialização da requerente no mercado de CRA e o fato de que já presta inúmeros serviços nesse mercado e, portanto, tem um posicionamento consolidado que contribui para a conquista de participação na atividade de depósito desse tipo específico de valor mobiliário, a SMI considera que o projeto pode ser considerado financeira e economicamente viável.
54. Ainda no plano de negócios, dentre os riscos identificados pela M2M, destacam-se o operacional e o de liquidez, que impactam a formação de reserva de capital. Na ausência de requisitos objetivos quanto ao requerimento de capital na regra da CVM, o risco operacional foi calculado com base da metodologia constante da Circular BCB nº 3383/2008, que estabelece os procedimentos para o cálculo da parcela do Patrimônio de Referência Exigido (PRE) referente ao risco operacional (POPR), de que trata a Resolução nº 3.490/2007, a qual, por sua vez, dispõe sobre a apuração do Patrimônio de Referência Exigido das instituições autorizadas a funcionar pelo BCB.
55. Adicionalmente ao cálculo do risco operacional, a M2M propõe, em linha com as melhores práticas preconizadas pela OICV/IOSCO quanto a esse tipo de risco^[2] a contratação de um seguro de Erros e Omissões (E&O) com cobertura 68% superior ao risco operacional calculado pela metodologia acima mencionada. Tal seguro seria contratado diretamente pelos sócios da M2M Depositária de Valores Mobiliários para cobertura imediata em casos de insolvência ou falta de recursos pela ora requerente.
56. Considerando os *Principles for Market Infrastructures* da CPMI-IOSCO (PFMI), particularmente o Princípio 15, uma infraestrutura do mercado financeiro deve possuir ativos líquidos, financiados pelo patrimônio líquido, que equivalham a, pelo menos, seis meses das despesas operacionais correntes.
57. Assim, além da reserva de capital já prevista por conta do Risco Operacional, a M2M manterá em caixa valor equivalente a seis meses de suas despesas operacionais, o que garantiria a continuidade da operação da empresa em

caso de materialização do risco operacional, mitigando problemas relacionados ao risco de liquidez.

58. Em face do exposto, a requerente entende ter condições de iniciar as operações com capital alocado da ordem de R\$ 4,1 milhões.
59. O segundo requisito para a regular constituição de um prestador de serviços de depósito centralizado é a existência de processos e sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício das suas atividades, de forma a permitir o registro, o processamento e o controle das contas de depósito e das posições nelas mantidas.
60. Antes de descrever os planos da M2M para o cumprimento desse requisito, cabe esclarecer a atividade já desempenhada pela companhia. A M2M é uma empresa que presta serviços financeiros com processos inteiramente baseados em tecnologia. Como tal desenvolveu ferramentas por meio das quais controla mais de 20 operações que ultrapassam R\$ 270 bilhões para as tesourarias corporativas, permitindo-lhes o gerenciamento de eventos financeiros e não financeiros de dívidas, incluindo emissões de títulos. A empresa tem forte presença no mercado de CRA e tem entre seus clientes os mais importantes participantes desse mercado.
61. A partir de sua experiência no mercado CRA, a M2M considera que poderia suprir deficiências identificadas na prestação de serviços pelo incumbente, razão pela qual se propõe a desenvolver sistemas que possibilitem a melhora do fluxo de informações para todos os envolvidos na operação, ao mesmo tempo em que ofereçam a segurança dos serviços prestados por um depositário central.
62. Tais sistemas e procedimentos foram descritos nos documentos apresentados pela M2M, mas não estão operacionais, haja vista a natureza do pedido feito pela M2M já descrito no parágrafo 4º deste memorando.
63. A requerente alega que uma vez obtida a autorização condicionada, apresentaria, no prazo de 6 meses, um sistema pronto para ser submetido a testes funcionais realizados pela CVM. O desenvolvimento dos sistemas teria início imediatamente após o aporte de capital a ser feito pelo sócio investidor (W7BZ Holding S.A., por meio do W7 Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia) no valor de R\$ 4,1 milhões (0744681), o qual, por sua vez, seria efetuado tão logo a autorização condicionada fosse concedida pela CVM.

64. Dado o estágio de desenvolvimento dos sistemas, a SMI solicitou à M2M descrição das funcionalidades do sistema a ser desenvolvido e uma proposta de roteiro para os testes funcionais a serem efetuados posteriormente. Tais documentos possibilitaram uma análise preliminar do projeto pela Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA-2) da Superintendência. Embora o analista tenha tido uma impressão geral bastante positiva (1149686), há que se destacar seu caráter incipiente e consistente apenas na primeira fase dos testes funcionais que somente poderão ser realizados quando o sistema tenha sido desenvolvido.
65. Embora esteja evidente que na atualidade a M2M ainda não possui um sistema informatizado seguro e adequado ao exercício das atividades de depósito centralizado, a SMI entende que esse requisito pode ser comprovado posteriormente em sede de cumprimento de condição suspensiva. Esse posicionamento decorre de dois fatores principais:
- i) inexistência de qualquer risco para o mercado de valores mobiliários, uma vez que a concessão da autorização somente seria ratificada mediante o inequívoco cumprimento das condições suspensivas, dentre as quais a obtenção de resultado positivo na realização de testes funcionais, os quais somente podem ser realizados após o desenvolvimento completo do sistema do depositário central; e
 - ii) reconhecimento de que a exigência de apresentação de um sistema totalmente desenvolvido pode impor um ônus desproporcional a requerentes de autorização para a prestação de serviços no âmbito das infraestruturas no mercado. Ressaltamos que a minuta submetida a audiência pública SDM nº 09/2019 (mercados regulamentados de valores mobiliários) admite a possibilidade de que a entidade pleiteante de autorização para atuar como administradora de mercados organizados não tenha o sistema completamente desenvolvido quando da solicitação de autorização à CVM, situação em que deve apresentar informações relativas aos requisitos do sistema e ao plano de testes de homologação e de ensaios pré-operacionais (art. 111, § 2º, Minuta A da audiência).
66. Ainda no que concerne aos requisitos gerais para pleiteantes de autorização constantes do artigo 8º da Instrução CVM nº 541/2013, há a obrigatoriedade de apresentação de documento que comprove a observância das recomendações e princípios formulados pela CPMI/IOSCO (PFMI - *Principles for Market Infrastructures*).
67. Para cumprir esse requisito e em atendimento ao pedido constante do Ofício nº 70/2019/CVM/SMI, a M2M apresentou uma autoavaliação em relação ao cumprimento dos princípios aplicáveis aos depositários centrais. Conforme disposto no § 3º do art. 8 da Instrução CVM nº 541/2013, compete à SMI definir a forma e o conteúdo mínimo do documento que comprove a observância dos PFMI. A Superintendência destaca que solicita ao prestador

de serviços de depósito centralizado incumbente idêntico documento para fins de cumprimento do § 3º do art. 8º.

68. No que se refere ao conteúdo do documento apresentado pela M2M, a análise realizada permite afirmar que ele é compatível com uma entidade pré-operacional e que encontra respaldo nos regulamentos e manuais propostos pela requerente.
69. Especificamente no que diz respeito aos regulamentos e manuais apresentados pela M2M, pode-se confirmar o cumprimento dos requisitos constantes da norma que rege a atividade de depósito centralizado:
- i) Regras de acesso consentâneas com o disposto na Instrução CVM nº 541/2013, com diferenciação de categorias de participantes, requisitos objetivos de estrutura para cada uma das categorias especificadas e observância dos princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência;
 - ii) Regulamento de operações com procedimentos adequados para a realização da atividade de depósito centralizado e acompanhado por regras específicas quanto à continuidade de negócios, segurança da informação e controles internos.
70. O anexo I a este Memorando lista os documentos apresentados pela M2M para o cumprimento dos requisitos relativos ao pedido de autorização para o serviço de depósito centralizado de valores mobiliários (anexo 9 da Instrução CVM nº 541/2013).

VII – Liquidação de Operações

71. Conforme exposto anteriormente, a SMI entendeu necessária a suspensão do prazo de análise do pedido de autorização mediante a inexistência de comprovação de que a CIP – Câmara Interbancária de Pagamentos – detinha as autorizações necessárias para a realização de liquidação de operações com valores mobiliários (decisão ratificada pelo Colegiado da CVM em reunião realizada em 10 de março de 2020 – 0973858).
72. Embora a M2M tenha apresentado Memorando de Entendimentos com a CIP visando a celebração de um futuro contrato para a prestação de serviços de liquidação das operações com CRA depositados na M2M, a SMI considerou que aquele documento não se mostrava suficiente para permitir o prosseguimento da análise visando a uma eventual concessão de autorização

condicionada pela M2M pelos seguintes motivos:

- i) A CIP não é parte do presente processo, o qual trata da obtenção de autorização pela M2M para a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários;
- ii) A SMI não dispunha de condições para avaliar quanto tempo seria necessário para a realização das diligências do BCB que permitiriam a concessão de autorização à CIP para a liquidação de operações com valores mobiliários;
- iii) Incerteza quanto à competência do BCB para autorizar a prestação de serviços de depósito centralizado, ainda que limitados a valores mobiliários, em face das competências àquela autarquia atribuídas no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

73. A incerteza quanto à competência do BCB para autorizar entidades prestadoras de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários foi eliminada em 20 de maio de 2020, quando foi emitido o Parecer Jurídico 308/2020-BCB/PGBC (1147848), de acordo com o qual a Lei nº 12.810/13 “pressupõe a autonomia jurídica das entidades que realizam atividades de compensação e liquidação, nos termos da Resolução nº 2882, de 2001, e daquelas que realizam o depósito centralizado”, tendo a CVM regulamentado a prestação do serviço de depósito centralizado de valores mobiliários por meio da Instrução CVM nº 541/2013, enquanto a Circular BCB nº 3743/2015 disciplinou as atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros.
74. O Parecer menciona a possibilidade jurídica de existência de uma entidade que se qualifique juridicamente como depositário central, nos termos da Lei nº 12.810/2013, sem que se enquadre como prestador de serviços de liquidação do SPB. Aliás, de acordo com o Parecer, o texto da mencionada lei deveria ser a fonte para a interpretação jurídica acerca das competências de cada autarquia quanto à autorização e supervisão das atividades de depósito centralizado, cuja regulamentação já teria sido realizada por meio da Instrução CVM nº 541/2013 e da Circular BCB nº 3743/2015, respectivamente para valores mobiliários e ativos financeiros, conforme anteriormente mencionado.
75. Em conclusão, o Parecer afirma que “o BCB não detém competência legal, para, nos termos do art. 22 da Lei nº 12.810, de 2013, autorizar o funcionamento das entidades qualificadas como DC [depositários centrais] cujas atividades envolvam exclusivamente o depósito centralizado de valores mobiliários”, mas que estaria preservada a capacidade de o BCB analisar aspectos operacionais do depósito centralizado de valores mobiliários que se relacionem com o funcionamento dos sistemas operados por câmaras e prestadores de serviços de compensação e liquidação.

76. Assim sendo, é importante destacar que da mesma forma que a CVM já havia entendido que as atividades de depósito centralizado e de liquidação são autônomas (tanto que a ICVM 541/13 permite a contratação de terceiro autorizado para efetuar as operações de liquidação de valores mobiliários depositados), também o BCB entende que o modelo proposto pela M2M e pela CIP, em que a primeira se caracterizaria como depositário central e a segunda como sistema de liquidação de valores mobiliários, não encontra óbices jurídicos ou técnicos para sua implantação à luz das normas de regência do SPB ou das recomendações constantes dos PFMI.
77. Ambas as autarquias concordam, portanto, que, em face da regulamentação existente, compete ao Banco Central do Brasil autorizar uma entidade operadora de infraestrutura do mercado a efetuar a liquidação de operações com valores mobiliários.
78. Com idêntico entendimento, a CIP solicitou, no primeiro trimestre de 2020, autorização ao BCB para promover alterações nos regulamentos da C3 Registradora que possibilitariam agregar a liquidação de operações com valores mobiliários à liquidação de ativos financeiros já autorizada e praticada pelo aquela câmara.
79. O processo iniciado pelo BCB foi concluído com decisão exarada pelo Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução (Diorf), de 10 de novembro de 2020, e do Diretor de Política Monetária (Dipom), de 11 de novembro de 2020, em que houve a concessão de autorização para a alteração das regras do sistema da CIP/C3, conforme solicitado (1147967).
80. Nota-se que com fundamento na abordagem baseada em riscos, o BCB entendeu que as alterações autorizadas não têm impacto significativo nos modelos vigentes, tendo-se optado pela dispensa da fase de homologação que visa a atestar se os documentos apresentados refletem a realidade da interessada e do sistema. No entanto, caberá ao Departamento de Gestão Estratégica, Integração e Suporte da Fiscalização (Degef), incluir no escopo de avaliação da próxima ação de fiscalização na CIP a adequação dos documentos alterados.

VIII – Autorregulação

81. A obrigação de fiscalizar e supervisionar continuamente a atuação dos participantes do depositário central está assentada no art. 40 da Instrução CVM nº 541/2013, segundo o qual cabe ao depositário zelar pela regularidade dos procedimentos internos de seus participantes, monitorar o cumprimento

das regras e procedimentos aplicáveis à atividade de depósito centralizado e julgar e impor penalidades decorrentes da violação às normas que incumba ao depositário fiscalizar.

82. O artigo 41 da mesma Instrução possibilita que o depositário exerça seu dever de fiscalizar e supervisionar por meio da constituição de uma associação, sociedade controlada ou submetida a controle comum, de propósito específico, ou que contrate terceiro independente para o exercício de tais funções.
83. A contratação de terceiro habilitado sempre esteve no horizonte da M2M. Nesse sentido, desde a protocolização dos documentos que iniciaram o presente processo, a requerente já apresentou Memorando de Entendimentos com a BSM Supervisão de Mercados visando à futura celebração de contrato que disciplinaria a prestação de serviços de autorregulação pela BSM à M2M (0744682).
84. Como resultado da evolução das tratativas foi apresentada a minuta de um contrato de prestação de serviços de autorregulação cujo objeto, sem síntese, é o seguinte:
 - i) Durante o período em que vigorar a autorização condicionada à M2M:
 - a) Desenvolvimento do Plano Anual de Trabalho.
 - ii) Após a autorização definitiva para que a M2M preste serviços de depósito centralizado de valores mobiliários:
 - a) autorregulação das atividades dos participantes com CRA na M2M;
 - b) auditoria dos participantes do mercado M2M com o objetivo de verificar o cumprimento, pelos referidos participantes, das normas que regulamentam o acesso e a atuação dos participantes do mercado M2M;
 - c) instauração, instrução, gerenciamento e julgamento de processos administrativos disciplinares relativos à apuração de eventuais infrações dos participantes às normas da CVM e da M2M;
 - d) orientação aos participantes do mercado M2M compreendendo, mas não se limitando, a atendimentos a consultas da entidade central depositária, participantes e órgãos da administração pública direta e indireta federal, estadual e/ou municipal, workshops, treinamentos e representações externas; e
 - e) outros serviços relacionados às atividades desempenhadas pela M2M no âmbito da Instrução CVM 541/2013 e às atividades de fiscalização e supervisão desempenhadas pela BSM.
85. A SMI entende que a BSM reúne todas as condições para prestação de

serviços de autorregulação à M2M, uma vez que já executa tais atividades para a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão – também autorizada pela CVM para a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.

86. Dessa forma, a Superintendência acredita que a atividade de autorregulação não constituiu óbice para a concessão da autorização condicionada solicitada pela M2M e sugere que o plano anual de trabalho da autorregulação integre o rol de documentos que deverão ser entregues quando da decisão sobre a autorização final para que o depositário central possa dar início a suas atividades.

IX – Cronograma para cumprimento das condições

87. A M2M apresentou o seguinte cronograma para o cumprimento das condições (1151080) após a concessão da autorização condicionada:

	Mês 1	Mês 2	Mês 3	Mês 4	Mês 5	Mês 6
Desenvolvimento de Sistemas e Homologação	Desenvolvimento					
		Homologação				
Autorregulação	Elaboração do Plano de Trabalho			Formalização		
Interoperabilidade	Minuta de Contrato Definitivo			Formalização		
Documentos Societários	Ajustes, convocação Assembleia e Reunião		Registro			
Aumento de Capital	Formalizações		Integralização			

88. A M2M assinala que todo o trabalho de especificação e roteiro de testes do sistema já foi realizado, o que permite o início imediato do seu desenvolvimento. A estruturação do trabalho permite a homologação em paralelo ao desenvolvimento, o que permitirá a realização dos testes funcionais por etapas e a realização de eventuais correções ao longo do processo.
89. A requerente também informa ter antecipado a contratação de pessoal para a equipe de tecnologia, atualmente lotada na empresa de M2M Software, mas que será imediatamente migrada para a depositária.
90. Em face da existência de memorandos de entendimentos com a B3 e BSM,

no que tange, respectivamente, à interoperabilidade e autorregulação, a M2M acredita que poderá formalizar as contratações em curto espaço de tempo.

91. A SMI entende que o cronograma é exequível. A contratação da BSM depende, basicamente, da definição de um plano de trabalho anual que permitiria a definição do valor dos serviços prestados no primeiro ano de operação da depositária. Os mecanismos de interoperabilidade, por sua vez, já foram definidos pelas partes (B3 e M2M) e comunicados conjuntamente à CVM. Uma vez que o procedimento proposto seja aprovado pela autarquia, não deve haver impedimentos a celebração do contrato.

X – Conclusão

92. Com base no exposto, a SMI posiciona-se favoravelmente à concessão à M2M Depositária de Valores Mobiliários S.A. de autorização condicionada ao cumprimento das seguintes condições suspensivas a serem verificadas no prazo de seis meses a contar da decisão do Colegiado:

- i) comprovação do aumento do capital social do depositário central;
- ii) implantação dos sistemas aplicáveis para a prestação de serviço de depósito centralizado e sua submissão a testes funcionais a serem realizados pela CVM;
- iii) assinatura de contrato de interoperabilidade com outras infraestruturas de mercado;
- iv) assinatura de contrato de prestação de serviços de autorregulação com a BSM e apresentação do plano anual de trabalho relativo à autorregulação; e
- v) ajustes nos documentos societários da requerente.

93. A SMI reconhece que inexistente previsão para a concessão de autorização condicionada na Instrução CVM nº 541/2013, mas pondera que é razoável a adoção de tratamento análogo ao previsto na Instrução CVM nº 461/2007, que possibilita, em seu artigo 112^[3], a concessão desse tipo de autorização para entidades administradoras de mercados organizados.

94. Ademais, a SMI assevera que não identificou riscos decorrentes da concessão de autorização condicionada, uma vez que o início das atividades da depositária somente poderá ocorrer após a concessão de autorização definitiva pelo Colegiado da CVM, o que somente se viabiliza se houver a verificação prévia do cumprimento das condições estabelecidas e a

comprovação da capacidade operacional da requerente.

95. Tal comprovação se dará por meio dos testes funcionais a serem realizados pela SMI nos sistemas a serem desenvolvidos pela M2M no período de seis meses solicitados pela própria requerente para a apresentação desses sistemas. No mesmo período a M2M também deverá não apenas formalizar a celebração do contrato para a prestação de serviços de autorregulação pela BSM Supervisão de Mercados, mas também apresentar o plano anual de trabalho a ser executado a partir da entrada em operação da depositária.
96. Conquanto o adequado funcionamento dos sistemas constitua o principal elemento de análise para a concessão de uma autorização definitiva para funcionamento de uma infraestrutura de mercado, a SMI ressalta que considera admissível a concessão de uma autorização condicionada à comprovação da funcionalidade e adequação dos sistemas, em linha com o proposto na minuta A submetida à audiência pública pela CVM (Audiência Pública SDM 09/2019) para substituir a Instrução CVM nº 461/2007. Esse procedimento elimina um ônus que pode ser excessivo para o requerente de autorização de acesso, que teria de fazer todo o investimento sem ter qualquer indicação da CVM sobre a conformidade do projeto com os requisitos normativos e a possibilidade de concessão da autorização pleiteada.
97. No mais, a requerente mostrou-se diligente na negociação com a BSM a fim de obter uma solução adequada para a autorregulação, bem como com a depositária incumbente, visando ao desenvolvimento de mecanismo de interoperabilidade que satisfaça os requisitos da norma. Ademais a M2M, deu todo suporte a CIP/C3, contribuindo com a obtenção da autorização (concedida pelo BCB) para a realização de liquidação de operações com valores mobiliários.
98. Ademais, a M2M apresentou regulamentos, manuais e demais documentos altamente aderentes aos requisitos contidos na Instrução CVM nº 541/2013 e, quando instada a promover ajustes, agiu prontamente para realizar todas as adequações solicitadas.
99. A despeito disso, verificamos que a Ata de Assembleia Geral Extraordinária da M2M registrada na JUCESP em 18 de novembro de 2020 (1150840), foi inadequadamente indicado o Sr. Renato Ramalho para atuar como Diretor Responsável pela ICVM 541/2013 e como Diretor de Controles Internos, cumulação incompatível com o disposto no art. 21, § 2º da Instrução CVM nº 541/2013.

100. A SMI sugere que a M2M seja instada a regularizar a situação verificada no prazo de 30 dias, por meio da realização de nova Assembleia Geral de Acionistas que nomeará outro diretor para uma das duas funções antes mencionadas.
101. Finalmente, a SMI ressalta que, uma vez que aceite a comprovação de aumento do capital como condição para a concessão definitiva da autorização pleiteada, é razoável que a CVM igualmente aceite que a formalização de ajustes já pactuados nos documentos societários seja realizada posteriormente como forma de reduzir o custo de observância da requerente que, ato contínuo à concessão da autorização condicionada pretende realizar o aumento do capital que demandará alteração estatutária.
102. Em conclusão, consideramos que o projeto apresenta um nível de maturidade suficiente para que seja merecedor da autorização condicionada, razão pela qual sugerimos que pedido seja levado à deliberação do Colegiado, ocasião em que a CVM poderá assumir a sua relatoria, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

[1] Parecer opinando pela ausência de competência do BCB para conceder autorização a uma infraestrutura de mercado financeiro que apenas efetuasse o depósito de valores mobiliários foi emitido apenas em 20 de Maio de 2020 (Parecer Jurídico 308/2020-BCB/PGBC) – SEI 1147848

[2] *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions, A Report by the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 1998.* Public report disponível em https://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports

[3] Instrução CVM nº 461/2007, art. 112. A CVM pode submeter a eficácia da autorização que vier a conceder para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado, ou para funcionamento de mercado organizado, ao implemento de eventos futuros, descritos na decisão que conceder a autorização, a qual também deve indicar o prazo máximo para a ocorrência dos referidos eventos, findo o qual, se não forem implementados, a autorização deixará de vigorar.

Respeitosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis,

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 02/12/2020, às 18:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 02/12/2020, às 20:02, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1151384** e o código CRC **26CDD979**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1151384** and the "Código CRC" **26CDD979**.*