



ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO
PROCURADORIA-GERAL FEDERAL
PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
SUBPROCURADORIA JURÍDICA - 2
RUA 7 DE SETEMBRO, Nº 111, 31º ANDAR, CENTRO, RIO DE JANEIRO

PARECER n. 00003/2025/GJU - 2/PFE-CVM/PGE/AGU

NUP: 19957.003149/2023-74

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

EMENTA: Depósito Centralizado. Relação entre Depositários. Participação. Interoperabilidade. Art. 23 da Lei n. 12.810/2013. Resolução CVM n. 31/2021. Resolução BCB n. 304/2023.

Senhor Subprocurador-Chefe da GJU-2,

Faz-se referência ao Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840) para tecer as considerações que se seguem.

I – SÍNTESE DA CONSULTA

Trata-se de consulta elaborada pela área técnica, no bojo de processo administrativo em epígrafe, instaurado a partir de reclamação da CSD Central de Serviços de Registro e Depósito aos Mercados Financeiro e de Capitais S.A. ("CSD BR"), encaminhada em 12 de abril de 2023 (1759634), a qual requer à CVM oficiar a B3 "para que tome as medidas cabíveis para a implementação da interoperabilidade de valores mobiliários", uma vez que "está utilizando diversos artifícios para bloquear a interoperabilidade e autorização da CSD BR como depositária".

Esclarece a SMI/GMA-2 que "a análise da manifestação da CSD BR ocorre no contexto de instrução de outro procedimento de seu interesse, o processo 19957.008829/2020-31, que trata do seu pedido de autorização para a prestação de serviço de depósito centralizado englobando ações, cotas de fundos de investimento fechados, certificados de recebíveis imobiliários, debêntures e letras financeiras".

Conforme art. 23 da Lei n. 12.810/2013, "O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos".

Dito isso, registra-se que foi submetida à área técnica, pela CSD BR, modelo para prestação do serviço de depósito centralizado, a ser realizado por meio de acordo de interoperabilidade, no qual as três atividades listadas no art. 23 da Lei n. 12.810/2013 venham a ser realizadas por depositários centrais diversos, mediante a interconexão de seus sistemas de depósito centralizado.

Para tanto, a CSD BR se vale dos conceitos de "depositário do emissor" e "depositário do investidor" (vide doc. 1912800, pp. 7 e 8), definidos nos termos do art. 2º, LV e LVI, da Resolução BCB n. 304/2023 [1], que "Aprova o Regulamento que disciplina, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o funcionamento dos sistemas de liquidação, o exercício das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros registrados ou depositados, e consolida normas sobre a matéria", in verbis:

"Art. 2º Para os efeitos deste Regulamento, consideram-se:

(...)

LV - sistema de depósito centralizado emissor: sistema de depósito centralizado que recebe pedido de acesso aos seus serviços apresentado por outro sistema de depósito centralizado por meio de um mecanismo de interoperabilidade entre sistemas de depósito centralizado;

LVI - sistema de depósito centralizado investidor: sistema de depósito centralizado que apresenta pedido de acesso aos serviços de outro sistema de depósito centralizado através de um mecanismo de interoperabilidade entre sistemas de depósito centralizado; (...)"

Outrossim, dispõe o art. 164, do mesmo ato normativo, que:

"Art. 164. Os sistemas de depósito centralizado que possuírem mecanismos de interoperabilidade devem monitorar, medir e gerenciar riscos de crédito e de liquidez que possam ser transmitidos de um sistema para o outro por meio desses mecanismos.

§ 1º Ficam vedadas as transferências provisórias de ativos financeiros entre sistemas de depósito centralizado.

§ 2º O sistema de depósito centralizado investidor somente interoperará com sistema de depósito centralizado emissor se o acordo entre eles firmado previr alto nível de proteção para os direitos dos participantes do sistema de depósito centralizado investidor.

§ 3º O sistema de depósito centralizado investidor que use intermediário para interoperar com sistema de depósito centralizado emissor deve medir, monitorar e gerenciar os riscos adicionais, incluindo os riscos de custódia, de crédito, legal e operacional, decorrentes do uso do intermediário”.

Nesse diapasão, observa-se que o cerne do modelo proposto pela CSD BR pressupõe que o depositário investidor receba de seus clientes as ordens para a negociação de valores mobiliários e promova sua execução a partir da movimentação de valores mobiliários em contas mantidas junto ao depositário emissor. Por sua vez, este último terá a titularidade fiduciária dos valores mobiliários e prestará serviços de manutenção de contas e de movimentação de ativos, para atender a pedidos apresentados pelo primeiro.

Os óbices apresentados pela B3 sobre a proposta da CSD BR são sumarizados em oito pontos, conforme transcrição que se segue (vide doc. 1973405, pp. 2 a 4):

- 1) a divisão das atribuições entre “depositário do emissor” e “depositário do investidor” os descaracteriza como depositários centrais para efeitos do ordenamento jurídico e não atende aos requisitos para a constituição de relação entre depositários previstos no artigo 5º, § 4º, incisos I e II, da Resolução CVM n.º 31/2021;
- 2) o “depositário do investidor” (i) não presta serviços de guarda centralizada, pois não é titular fiduciário dos ativos (artigos 23 e 24 da Lei n.º 12.810/2013 e artigos 2º, § 1º, inciso I, 27 e 28 da Resolução CVM n.º 31/2021); (ii) não faz a conciliação diária da posição dos investidores perante os emissores, escrituradores ou custodiantes dos emissores (artigo 39, § 1º, da Resolução CVM n.º 31/2021); (iii) não presta informações aos emissores, “terceirizando” esse dever para o “depositário do emissor” (artigo 18 da Resolução CVM n.º 31/2021); e (iv) não efetua o tratamento dos eventos incidentes sobre os ativos (artigo 23 da Lei n.º 12.810/2013 e artigos 2º, § 1º, inciso IV, e 19 da Resolução CVM n.º 31/2021). Já o “depositário do emissor” (i) não controla a titularidade efetiva dos ativos de que é titular fiduciário e que estão vinculados às contas de depósito sob controle do depositário do investidor (artigo 23, caput, da Lei n.º 12.810/2013 e artigo 2º, § 1º, inciso II, da Resolução CVM n.º 31/2021); (ii) não trata as instruções de movimentação dadas pelos investidores (artigo 2º, § 1º, inciso IV, da Resolução CVM n.º 31/2021); e (iii) não presta informações aos investidores vinculados às contas sob controle do depositário do investidor (artigo 19 da Resolução CVM n.º 31/2021);
- 3) o Modelo da CSD BR também não esclarece precisamente a responsabilidade pelo registro de ônus e gravames sobre os valores mobiliários depositados, mas caso seja atribuição de apenas um dos depositários, haverá inobservância do artigo 26, caput, da Lei n.º 12.810/2013 e do artigo 36 da Resolução CVM n.º 31/2021;
- 4) a divisão de atribuições proposta entre “depositário do investidor” e “depositário do emissor” equivale à terceirização de atividades essenciais, vedada pelo artigo 25 da Resolução CVM n.º 31/2021;
- 5) o modelo proposto “aumenta os custos de transação e os riscos envolvidos”, gerando “ineficiências operacionais e informacionais provenientes do aumento da complexidade do sistema causado pela inclusão do “depositário do investidor” na relação entre investidor final e emissor;
- 6) Ainda que a RBCB 304 mencione as figuras de depósito centralizado emissor e investidor, não existe base legal para fundamentar o Modelo CSD BR, pois (i) a RBCB 304 não é aplicável ao depósito centralizado de valores mobiliários; (ii) a previsão de interoperabilidade entre sistemas de depósito centralizado emissor e investidor pela RBCB 304 decorre de uma reprodução automática de recomendações do PFMI; (iii) a RBCB 304 não utilizou os conceitos de Investor CSD e Issuer CSD do Modelo Europeu previstos no PFMI; e (iv) as definições de sistemas de depósito centralizado emissor e investidor da RBCB 304 devem ser interpretadas em harmonia com as características essenciais do serviço de depósito centralizado previstas na Lei n.º 12.810/2013.
7. Os convênios da B3 com a Iberclear e a Caja de Valores não podem ser considerados como mecanismo de interoperabilidade ou vínculo contratual de participação entre depositários centrais. Eles foram firmados em 2002 e 2007 e referem-se à prestação de serviços específicos destinados à emissão de certificados de depósito de ativos emitidos no exterior 4 (Depository Receipts), atualmente regulados pela Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN n.º 4.373/2014. Por essa razão, tais convênios não podem ser utilizados como parâmetro para validar o Modelo CSD BR, o qual é incompatível com o regime jurídico brasileiro do depósito centralizado de valores mobiliários.
8. Não existem razões jurídicas para que a CSD BR rejeite a proposta da B3 de criação de um mecanismo de interoperabilidade semelhante ao que ela mantém com a Laqus Depositária de Valores Mobiliários S.A. para a transferência de Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA.

Após extensa análise dos argumentos trazidos pelas partes, a SMI/GMA-2 destaca que face “a importância da matéria e da necessidade de um assessoramento especializado para a tomada de decisão em razão da natureza essencialmente jurídica de muitos argumentos apresentados, sugere-se o encaminhamento do caso à Procuradoria Federal Especializada nesta CVM, para que se manifeste sobre a adequação do modelo proposto pela CSD BR às disposições legais e regulamentares aplicáveis à atividade de depósito centralizado de valores mobiliários, conforme argumentos sintetizados no presente ofício interno, em especial à luz dos argumentos jurídicos trazidos na Nota Técnica da CSD BR (1912800), na Nota Técnica da B3 (1973405), na Quinta e Sexta Manifestações da CSD BR (1997832 e 2012580), nas Manifestações finais de ambas as interessadas (2029583 e 2029581), na Nota Técnica Complementar da B3 (2166266) e na Opinião Legal originalmente encaminhada do BCB e compartilhada com a CVM (2204053)”.

De início, pontua-se que as questões relativas a riscos operacionais, bem como as análises acerca da eficiência, segurança e vantagem da adoção dos acordos internacionais citados pelas partes (acordos com a Caja de Valores e a Iberclear e acordo B3-Laqus), já foram analisadas pela área técnica nos itens 119 e 120, 128 a 135 e 136 a 139 do Ofício Interno n.º

16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840), não cabendo considerações adicionais por esta PFE-CVM, inclusive por se tratar de questões relativas à discricionariedade técnica-administrativa.

Isso posto, segue o parecer que focará, sobretudo, na existência ou não de óbice legal ao modelo de interoperabilidade proposto.

II – DEPÓSITO CENTRALIZADO

Previamente à análise da consulta encaminhada, cabe uma breve digressão no que concerne ao serviço de depósito centralizado.

Como cediço, o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários foi sistematizado pela Lei n. 12.810/2013, ficando a cargo do Banco Central do Brasil – BACEN e da CVM a regulamentação e fiscalização da atividade.

Nos termos do artigo 23 do referido diploma, o depósito centralizado será realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreendendo “*a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos*”.

Para tanto, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, deverão ser transferidos no regime de titularidade fiduciária[2] para o depositário central. Sobre o tema, vide, ainda, artigos 24 e 25 da Lei n. 12.810/2013, transcritos abaixo:

Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central.

§ 1º A constituição e a extinção da titularidade fiduciária em favor do depositário central serão realizadas, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, **exclusivamente com a inclusão e a baixa dos ativos financeiros e valores mobiliários nos controles de titularidade da entidade.**

§ 2º Os registros do emissor ou do escriturador dos ativos financeiros e dos valores mobiliários devem refletir fielmente os controles de titularidade do depositário central.

§ 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput:

I - não se comunicarão com o patrimônio geral ou com outros patrimônios especiais das entidades qualificadas como depositário central;

II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e

III - não são passíveis de constituição de garantia pelas entidades qualificadas como depositários centrais e não respondem pelas suas obrigações.

§ 4º O depositário central não pode dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária e fica obrigado a restituí-los ao seu titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, ao seu representante, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado.

Art. 25. A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central.

Parágrafo único. A transferência dos ativos financeiros e dos valores mobiliários de que trata o caput dá-se exclusivamente em conformidade com instruções recebidas.

Posteriormente, a matéria foi regulamentada pela CVM, que editou três atos normativos em substituição à Instrução CVM n. 89/88, que até então dispunha sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados, a saber: Instrução CVM n. 541/2013, para dispor sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, matéria que é objeto da presente consulta; Instrução CVM n. 542/2013, que cuidava da custódia de valores mobiliários; e Instrução CVM n. 543/2013, que tratava da escrituração e emissão de certificados. Atualmente, o tema ora em análise se encontra regulamentado pela Resolução CVM n. 31/2021.

Adquire especial relevância a regra insculpida no art. 24 da Lei n. 12.810/2013, estatuída exatamente com a finalidade de trazer maior higidez às negociações perpetradas no mercado de valores mobiliários brasileiros, na medida em que se foi além da questão do registro centralizado de ativos, passando-se a exigir a transferência da titularidade fiduciária mediante o depósito centralizado para distribuição pública e negociação de valores mobiliários em mercados organizados[3].

Nesta seara, ressalta-se que o depósito central visa à certificação não apenas da titularidade, mas da própria existência do título objeto da emissão, cuja verificação, à evidência, se dá em momento anterior à sua negociação em mercado secundário, promovendo a imobilização dos ativos objeto de depósito, de sorte a conferir maior segurança ao sistema[4].

Assim, a figura do depositário central vai além de simples garantia informacional conferida pelo registro de ativos, mas visa a promover certificação da existência e da titularidade dos ativos financeiros objeto de depósito, bem como a conciliação dos respectivos lastros, de sorte a que os agentes de mercado passam a ter a segurança necessária para a sua negociação em mercados organizados.

Nesse contexto, merece destaque a ponderação realizada pela área técnica no item 102 do Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840), ao dispor que “o ponto basilar para a avaliação da GMA-2 é que não se pode conceber um depositário central sem que haja a titularidade fiduciária dos valores mobiliários transferidos, a partir de comando do escriturador ou emissor, conforme exigido pela Lei (art. 24, caput da Lei n.º 12.810/2013, arts. 27, caput e 28, I da Resolução CVM n.º 31/2021)”.

De fato, assiste razão à área técnica ao dispor que é da essência do depósito centralizado a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário, para fins de prestação do serviço. Nada obstante, a teor do citado art. 23 da Lei n. 12.810/2023, o depósito centralizado não se esgota no controle da titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários pela depositária central que detém a titularidade fiduciária.

Dentro dessa perspectiva, o cerne da consulta proposta diz, justamente, com a possibilidade de que as atividades essenciais de depósito centralizado (a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos) sejam exercidas em regime de interoperabilidade, por duas centrais depositárias distintas, sendo que apenas uma delas deterá a titularidade fiduciária dos valores mobiliários.

Finalmente, importa salientar que, no bojo do Processo Administrativo NUP 19957.008829/2020-31, foi analisado, pelo Colegiado da CVM pedido apresentado pela CSD BR, com base no art. 9º da Resolução CVM n. 31/2021, solicitando autorização para prestação do serviço de depósito centralizado para os seguintes valores mobiliários, emitidos somente sob a forma escritural: (a) Cotas de Fundos Fechados (CFF); (b) Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI); (c) Debêntures (DEB), Letras Financeiras e Letras Financeiras Subordinadas com distribuição pública; e (d) Ações.

De acordo com o Extrato da Ata de Reunião do Colegiado n. 45/2024 (2226661), restou consignado que:

“Nas versões iniciais dos normativos da CSD, a referência aos mecanismos de interoperabilidade estava apenas associada à constituição do depósito centralizado e a retirada de ações. Nessa versão original, o depósito centralizado de ações seria constituído pela interação entre o “depositário do investidor” e o “depositário do emissor”, com a manutenção da utilização dos serviços do “depositário do emissor” pelo “depositário do investidor” durante o tempo que as ações permanecessem depositadas no “depositário do investidor”. A CSD ressaltou que a proposta desse modelo estava em processo de análise pela CVM no âmbito do processo SEI nº 19957.003149/2023-74. Não obstante, diante da indefinição quanto a sua utilização, **a CSD retirou de seus normativos todas as referências à utilização daquele modelo sem adicionar qualquer outro modelo de interoperabilidade.**

(...)

Quanto à ausência de mecanismos de interoperabilidade com outros depositários centrais, a SMI entendeu que, segundo interpretações recentes das áreas técnicas da CVM, **a existência desses mecanismos, ainda que desejável para a conectividade entre depositárias centrais, não é impeditiva para a obtenção de autorização para a prestação de serviços de depositário central de valores mobiliários.**

Sendo assim, a SMI sugeriu ao Colegiado da CVM que a Requerente seja autorizada a prestar os serviços de depositária central de valores mobiliários escriturais para: debêntures, certificado de recebíveis do mercado imobiliário, letras financeiras e letras financeiras subordinadas de emissão pública, cotas de fundos fechados de investimento e ações, devendo ser mantidas as características, os termos e as condições detalhadas nos documentos e nas informações que instruíram o processo 19957.008829/2020-31.

Por unanimidade, acompanhando os fundamentos e as conclusões da área técnica, o Colegiado decidiu conceder a autorização pleiteada nos termos propostos pela SMI”. (grifos não constantes do original)

Pelo exposto, verifica-se que o Colegiado da CVM não se manifestou sobre a questão tratada na consulta em testilha, tendo concedido autorização para a prestação de serviços de depositária central de valores mobiliários escriturais nos moldes acima, sem adentrar no tema da interoperabilidade, inclusive pelo fato de que a CSD BR retirou de seus normativos todas as referências à utilização do modelo em análise no âmbito do processo administrativo em epígrafe.

Nesse diapasão, segue a manifestação da PFE-CVM.

III – INTEROPERABILIDADE

A princípio, para fins conceituais, considera-se interoperabilidade a interconexão entre sistemas de liquidação com contraparte central, entre sistemas de depósito centralizado ou entre sistemas de registro, a teor do disposto no art. 2º, XXIV, da Resolução BCB n. 304/2023.

Sobre o tema, vale citar o Parecer Jurídico 1400/2024-BCB/PGBC, que analisou precisamente a compatibilidade da Lei n. 12.810/2013 com a implementação de mecanismos de interoperabilidade, tendo por base Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI), conforme transcrição que se segue:

14. Na literatura especializada, entende-se que a adoção do adjetivo “centralizado” para a qualificação do substantivo “depósito” na expressão “depósito centralizado” (“central depository”, em inglês) não significa que uma única entidade deva necessariamente desempenhar de forma isolada todas as atividades em tese atribuíveis a essa espécie de infraestrutura de mercado financeiro. Ao contrário, os

Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (Principles for Financial Market Infrastructures – PFMI), principal standard regulatório internacional aplicável à matéria⁷, referem expressamente, por exemplo, que um depositário central pode ou não ser responsável por manter, ele próprio, o registro definitivo relativo à titularidade de um valor mobiliário, tendo em vista que, em certos casos, essa atividade pode vir a ser desempenhada por um ente diverso⁸.

15. As atividades especificamente atribuíveis a um depositário central, esclarecem os PFMI, variam de acordo com o que está previsto no ordenamento jurídico de cada país e com as práticas de mercado locais⁹. O que interessa, de acordo com o standard internacional, é que os depositários centrais, independentemente da conformação normativa que lhes seja conferida, sejam capazes de desempenhar de forma segura e eficiente o papel econômico fundamental que lhes cabe: assegurar a integridade das questões relacionadas aos valores mobiliários e ativos financeiros (ou, posto em outros termos: garantir que esses instrumentos não sejam acidental ou fraudulentamente criados ou destruídos nem que as informações neles contidas, bem como os eventos a eles relativos, sejam indevidamente modificados)¹⁰.

16. Os PMFI tratam a interoperabilidade como uma das formas de interdependência que podem ser estabelecidas entre infraestruturas de mercado financeiro¹¹, as quais são abordadas no standard internacional em oito princípios temáticos, todos eles, vale ressaltar, especificamente aplicáveis aos depositários centrais¹². O Princípio 2 (sobre Governança), por exemplo, refere que as infraestruturas de mercado financeiro, ao tratarem de interdependências, “devem considerar os interesses dos mercados mais amplos”¹³. O Princípio 18 (sobre Acesso e Requerimentos de Participação) menciona que essas entidades “devem providenciar acesso justo e aberto, inclusive a outras infraestruturas”¹⁴. O Princípio 21 (sobre Eficiência e Efetividade) refere que as infraestruturas “devem ser concebidas de um modo que satisfaça as necessidades dos seus participantes”¹⁵. A combinação, enfim, dos oito princípios que tratam do assunto deve, segundo os PMFI, ser capaz de proporcionar, inclusive em relação aos depositários centrais, uma “abordagem forte e equilibrada em relação à interoperabilidade”¹⁶.

17. Como se vê, **não apenas inexistem nos PMFI qualquer tipo de resistência de natureza conceitual ou funcional em relação a uma hipotética divisão de atividades entre depositários centrais (oferece-se, ao contrário, um exemplo concreto desse tipo de divisão¹⁷), como o standard internacional também endossa de forma expressa a possibilidade de que, em tese, essas infraestruturas venham a atuar de forma interdependente, por meio de mecanismos de interoperabilidade.**

18. Na mesma linha, **publicação do Fundo Monetário Internacional (FMI) voltada ao estudo das possibilidades de organização institucional da atuação de depositários centrais em mercados emergentes destaca que não há, do ponto de vista da eficiência econômica, uma receita universal em relação ao melhor arranjo a ser adotado: o modelo “ótimo” depende das circunstâncias e características específicas de cada país, tais como o tamanho dos seus mercados, a força de agentes econômicos privados e o estágio de desenvolvimento dos mercados nacionais¹⁸.**

19. Embora a concentração dos serviços de depósito centralizado em uma única entidade possa, em certos cenários, trazer eficiências na forma de economias de escala e de escopo, em outros casos a eficiência econômica pode, ao contrário, ser incrementada “por meio de vínculos entre múltiplos depositários centrais, particularmente em mercados grandes e desenvolvidos”. Esses vínculos apenas não serão uma ferramenta efetiva para o incremento da competição e da eficiência econômica “em mercados menores e subdesenvolvidos, devido aos altos custos fixos dos sistemas de tecnologia da informação dos depositários centrais”¹⁹. [5] (Grifou-se).

Dessa forma, a interpretação restritiva do art. 23 da Lei n. 12.810/2013, segundo a qual as três atividades principais de depositário central devem ser exercidas pela mesma depositária central, não parece se coadunar nem com os princípios internacionais acerca do tema, nem com a regulação quer da CVM, quer do Banco Central. Outrossim, conforme transcrito supra, verifica-se que PFMI tratam, expressamente, da possibilidade de que um depositário central possa ou não ser responsável por manter, ele próprio, o registro definitivo relativo à titularidade de um valor mobiliário, havendo a possibilidade de que a atividade possa vir a ser desempenhada por um ente diverso.

Veja-se que, no âmbito regulatório da CVM, a matéria é disciplinada, em linhas gerais, pelos artigos 5º e 6º da Resolução CVM n. 31/2021, segundo os quais:

Art. 5º São considerados participantes do depositário central:

I – na qualidade de custodiantes, as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a prestar os serviços de custódia de valores mobiliários, para investidores ou para emissores, nos termos da regulamentação em vigor;

II – na qualidade de escrituradores, as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a prestar os serviços de escrituração de valores mobiliários, nos termos da regulamentação em vigor; e

III – os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outros depositários centrais com os quais o depositário central mantenha vínculo contratual.

§ 1º O depositário central pode criar categorias diferenciadas de participantes destinadas a outros tipos de agentes que utilizem seus sistemas, cujo regime de acesso deve ser definido pelas regras previstas no art. 40.

§ 2º O depositário central deve dispor de mecanismos de relacionamento direto com os emissores, para os casos de depósito centralizado de valores mobiliários quando:

I – não houver escrituradores autorizados na forma da regulamentação em vigor;

II – não houver custodiantes prestando serviços para emissores; ou

III – for permitida a escrituração direta pelos emissores.

§ 3º A relação entre dois ou mais depositários centrais pode se constituir:

I – por meio de vínculo de participação, na forma do inciso III do caput; ou

II – pela criação de mecanismos de interoperabilidade.

§ 4º Nas hipóteses referidas no § 3º, os depositários centrais envolvidos devem definir regras e procedimentos destinados a assegurar:

I – que a transferência dos valores mobiliários entre os depositários centrais deve ser realizada em tempo hábil, tendo em vista o interesse dos investidores; e a efetividade dos processos de conciliação previstos nesta Resolução e a rastreabilidade das movimentações realizadas.

§ 5º A CVM deve aprovar previamente:

I – as regras e procedimentos referidos no § 4º; e

II – o cronograma, apresentado pelos depositários centrais envolvidos, para a constituição dos vínculos entre si.

Art. 6º O depositário central deve informar imediatamente à CVM a suspensão, a exclusão ou o encerramento de atividades de participantes.

Os processos de conciliação encontram disciplina no art. 39 do mesmo ato normativo, que, em síntese, determina que *“o depositário central deve adotar procedimentos para assegurar a conciliação diária das posições mantidas nas contas de depósito detidas pelos investidores com a posição mantida em sua titularidade fiduciária”*, bem como assegurar que *“o total de valores mobiliários da mesma espécie e classe depositados nas contas de depósito seja igual à soma dos valores mobiliários constantes dos registros do emissor, do custodiante que presta serviços para o emissor ou do escriturador, conforme o caso, considerados os eventos incidentes sobre tais valores mobiliários”*.

As conclusões adquirem relevo face ao previsto no art. 40 da Resolução CVM n. 31/2021, ao dispor que:

Art. 40. As regras referentes ao acesso de participantes devem:

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

II – no caso dos participantes referidos nos incisos I e II do caput do art. 5º, estabelecer requisitos objetivos relacionados à estrutura, monitoramento de riscos, recursos humanos e materiais exigíveis, capacidade organizacional e operacional do participante e idoneidade e capacidade profissional das pessoas que atuem em nome dele; e

III – no caso dos participantes referidos no inciso III do caput do art. 5º, estabelecer requisitos objetivos e os mecanismos considerados adequados para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas.

(...)

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

§ 6º O disposto neste artigo se aplica também aos mecanismos de interoperabilidade previstos no § 3º do art. 5º.

Dessa forma, no âmbito regulatório do mercado de capitais, via de regra, a interoperabilidade entre depositários centrais deverá ser objeto de contratação específica, inclusive no que toca ao lastro, no caso de valores mobiliários que tenham como lastro outros valores mobiliários, ativos financeiros ou instrumentos contratuais, na consideração, ainda, de que a transferência de um valor mobiliário leva à sua baixa do sistema do transmissor, conforme consignado supra.

A rigor, portanto, a regulação da CVM expressamente abarca a possibilidade de interoperabilidade mediante contratação específica a ser realizada entre dois ou mais depositários centrais, como, de resto, deixa claro o art. 5º, §3º, II, c.c. art. 40 da Resolução CVM n. 31/2021, acima transcritos, não se vislumbrando, ao menos sob a ótica legal e regulamentar, inviabilidade a que ela se estabeleça, no que concerne às atividades centrais do depósito centralizado.

Da mesma forma se dá no âmbito do BACEN, cabendo citar, mais uma vez, o disposto no Parecer Jurídico 1400/2024-BCB/PGBC:

25. A Diretoria Colegiada do BCB, ao aprovar, por meio do Voto 50/2023-BCB, de 16 de março de 2023, a edição da Resolução BCB nº 304, de 2023, que disciplina, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o exercício das atividades de depósito centralizado de ativos financeiros, **levou em conta, de forma expressa, a possibilidade de virem a ser estabelecidos, no mercado brasileiro, mecanismos de interoperabilidade “entre depositários centrais” (e não apenas entre sistemas de um mesmo depositário central, como sustenta a B3)**, fazendo alusão ao dever das IOSMFs envolvidas de “monitorarem, medirem e gerenciarem riscos de crédito e de liquidez advindos dessas interconexões”²³.

24. Essa preocupação está traduzida no caput do art. 164 do Regulamento Anexo à Resolução BCB nº 304, de 2023, dispositivo que prevê igualmente, no seu § 2º, a possibilidade de interconexão entre sistemas de “depósito centralizado investidor”²⁴ e “depósito centralizado emissor”²⁵, desde que o “acordo entre eles firmado” preveja alto nível de proteção para os direitos dos participantes do sistema de depósito centralizado investidor²⁶.

Assim, não merece prosperar o entendimento da B3, de que "a única interpretação da Resolução BCB n.º 304/2023, compatível com sua base normativa legal, é de que o sistema de depósito centralizado emissor e o sistema de depósito centralizado investidor, para poderem adotar mecanismos de interoperabilidade, devem ser necessariamente operados pela mesma depositária central" (vide 90, "f", do Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2, doc. 2211840), haja vista que a intenção do regulador, naquele caso, foi clara ao possibilitar a interoperabilidade entre depositários centrais, inclusive esmiuçando os conceitos de depositário emissor e depositário investidor.

Noutro giro, a interoperabilidade não pode cingir-se à contratação de terceiros para a realização de atividades instrumentais (e, portanto, excluindo as atividades essenciais, como pretende a B3), tal como previsto no art. 25 da Resolução CVM n.º 31/2021, pois, reitera-se, a regulação da CVM foi expressa ao tratar da possibilidade de interoperabilidade entre dois ou mais depositários centrais, mediante contratação específica, em dispositivo regulamentar próprio (cf. os citados art. 5º c.c. art. 40, §§ 5º e 6º).

De toda forma, em linha com o item 110 do Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840), transcrito infra, para que a interoperabilidade tenha lugar, parece que cada depositário central deverá estar efetivamente apto (e não apenas autorizado), a prestar os serviços elencados no art. 2º, §1º, a saber:

Art. 2º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários deve ser prestado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos da presente Resolução.

§ 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no *caput* compreende as seguintes atividades:

I – a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central;

II – o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores;

III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e

IV – o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito. (...).

A despeito das considerações supra, não se pode deixar de sinalizar, ainda, as ponderações efetuadas pela área técnica nos itens 109 a 118 do Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840), notadamente no que diz com a assimetria entre as funções de depositário emissor e depositário investidor, *in verbis*:

5.3. As características essenciais do depósito centralizado

109. Conforme visto, o art. 23 da Lei n.º 12.810/2013 estabelece as características da atividade de depósito centralizado, a saber, (i) guarda centralizada, (ii) controle de titularidade e (iii) tratamento de eventos, sendo que os depositários centrais são responsáveis pela integridade dos sistemas e dos correspondentes registros de valores mobiliários. No que se refere aos valores mobiliários, essas características legalmente estabelecidas são endossadas pelo art. 2º, §1º, I a IV da Resolução CVM n.º 31/2021, que ainda menciona a necessidade de (iv) imposição de restrições "à prática de atos de disposição dos valores mobiliários [...] fora do ambiente do depositário central" e o obrigatório tratamento de instruções de movimentação, mediante registro nas contas de depósito.

110. Desde já é importante destacar que, na avaliação desta GMA-2, qualquer depositário central, atuando como único prestador de serviços ou em regime de competição, precisa ser apto e se responsabilizar por todas essas atividades. Ainda que exista a possibilidade de terceirização de certas atividades não essenciais ("instrumentais e acessórias", na linguagem utilizada pela CVM em sua norma) e uma necessária relação com outros participantes de mercado (custodiantes, escrituradores, emissores e mesmo outros depositários centrais), um depositário central deve conseguir atender aos deveres estatuídos na lei e na regulamentação mencionadas, sem que haja uma dependência de terceiros - outros depositários centrais ou não - para a observância das atividades fundamentais que lhe são atribuídas, em sua completude.

111. Como visto, CSD BR e B3 apresentam interpretações divergentes sobre a possibilidade de utilização do modelo proposto pela primeira. Já em sua resposta à CSD BR por *e-mail* em 24 de fevereiro de 2023, a B3 apontou a inadequação do modelo proposto à constituição do depósito centralizado por meio da transferência de titularidade, consubstanciada mediante registro nos sistemas do depositário central, pelo escriturador ou emissor, conforme o caso - o que não seria a situação do "depositário do investidor". A esta ressalva, a CSD BR reagiu sustentando que a questão não era a de transferência de titularidade fiduciária, mas de relação de vínculo entre as duas depositárias, como previsto no art. 5º, § 3º, I da Resolução CVM n.º 31/2021.

112. A própria Nota Técnica da CSD BR admite que, no modelo proposto, a guarda centralizada (o primeiro elemento inerente ao serviço de depósito centralizado) se dará no âmbito do depositário do emissor, que detém a titularidade fiduciária. Por sua vez, o controle de titularidade no modelo proposto pela CSD BR depende sempre de uma estrutura de contas e saldos na "depositária do investidor" que sejam refletidas na "depositária do emissor", de forma que o completo controle de titularidade ocorre apenas na segunda (que terá acesso à totalidade das contas e saldos, relativas aos seus próprios registros ou àqueles que lhe serão retransmitidos pela primeira)

113. Para o terceiro elemento referido no art. 23, o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários, mantém-se a dependência da "depositária do investidor" em relação à "depositária do emissor", uma vez que cabe apenas à segunda o relacionamento com emissores, escrituradores ou custodiantes dos emissores.

114. Por fim, a responsabilidade pelos registros dos ônus e gravames também demonstra o caráter assimétrico do regime que conte com a atuação do "depositário do emissor" e do "depositário do investidor". A

despite do tema ter sido tangenciado pelas duas interessadas em ocasião anterior ao longo do processo, em sua sexta manifestação a CSD BR esclareceu que sua responsabilidade recairá sobre o “depositário do emissor”, uma vez que será detentor da propriedade fiduciária, em atenção a comando do “depositário do investidor”. **Mais uma vez se identifica aqui uma diferenciação de papéis entre duas entidades que, no entender da GMA-2, deveriam atuar de forma equivalente, uma vez que detêm o mesmo status regulatório.**

5.4. A obrigação de conciliação

115. Como visto, a B3 se manifestou no sentido de que o modelo proposto não seria admissível, sendo uma das razões que o “depositário do investidor” não poderia dar cumprimento à obrigatoriedade de fornecimento de informações a custodiantes, escrituradores ou emissores, para o processo de conciliação. Por seu lado, a CSD BR argumenta no sentido de que a conciliação é possível a partir de uma sistemática de troca de informações entre os próprios depositários centrais. Ou seja, conforme detalhado em sua Nota Técnica, a CSD BR entende que o “depositário do emissor” procederá à conciliação junto ao emissor ou escriturador a partir das informações providas e conciliadas pelo “depositário do investidor”.

116. Nesse ponto, **parece assistir razão à CSD BR, pelo menos nos aspectos técnicos relativos à conciliação diária, visto que as contas e suas movimentações realizadas no âmbito do “depositário do investidor” estarão refletidas em sua integralidade nos controles do “depositário do emissor”, a partir de uma sistemática de troca de informações. Mas é importante ressaltar que esta opção reforça o caráter assimétrico do modelo proposto pela CSD BR, pois a responsabilidade pela conciliação com os livros do emissor (ou de seu escriturador) repousa sobre apenas um dos depositários centrais, que conforme visto, é aquele que manterá a propriedade fiduciária.**

117. Importante ressaltar nesse ponto que o modelo que trabalhe com o “depositário do investidor” acrescenta obrigações e consequentemente risco para todo o sistema, decorrente da conciliação das suas contas e saldos com os livros do “depositário do emissor”. Não significa que não possa ser adequadamente tratado pelos envolvidos, mas se acrescenta um elemento a mais na cadeia, que tradicionalmente funciona com a relação direta entre depositário central e emissor ou escriturador.

118. No mesmo tema, outro aspecto diz respeito à impossibilidade de atendimento, pelo depositário do investidor, da obrigação de fornecimento de informações a emissores, custodiantes dos emissores e escrituradores, de relação de valores mobiliários e seus respectivos titulares, visto que nesse caso haveria dependência do depositário do emissor para o atendimento à obrigação regulamentar (art. 18 da Resolução CVM n.º 31/2021).

Em vista das questões levantadas pela área técnica, conclui-se que, embora sob a ótica estritamente legal e regulamentar, não se vislumbre empecilho a que as atividades essenciais do depósito centralizado sejam realizadas por duas entidades distintas, fato é que há questões regulatórias a serem dirimidas, não somente no que concerne a aspectos operacionais e de administração de risco, mas sobretudo da responsabilidade dos depositários centrais perante a CVM e perante os investidores, face à divisão de funções que será realizada.

Dessa forma, somente diante de um contrato de interoperabilidade específico será possível avaliar sua aderência às proposições da Resolução CVM n. 31/2021 ou, ao reverso, a necessidade de aprimoramento da regulamentação e supervisão em decorrência do monitoramento da atividade desenvolvida, à semelhança do que ocorre com os casos sujeitos a adoção de ambiente regulatório experimental, atualmente regulado pela Resolução CVM n. 29/2021.

IV - CONCLUSÃO

Por todo exposto, conclui-se que: (i) o disposto nos artigos 23 e 24, *caput*, da Lei n. 12.810/2013 c.c. arts. 27, *caput* e 28, I, da Resolução CVM n. 31/2021 não constitui empecilho a que as atividades essenciais de depósito centralizado (*a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos*) sejam exercidas em regime de interoperabilidade, por duas centrais depositárias distintas; (ii) corroborando o entendimento, o art. 5º, §3º, II, c.c. art. 40, §6º, da Resolução CVM n. 31/2021 permitem inferir a possibilidade de atuação por interoperabilidade mediante regime de contratação entre depositários centrais distintos; (iii) nada obstante, o arcabouço regulatório existente não esmiúça questões relativas a aspectos operacionais e de administração de risco, bem como de imputação de responsabilidade aos depositários centrais, inclusive face às considerações formuladas pela área técnica nos itens 109 a 118 do Ofício Interno nº 16/2024/CVM/SMI/GMA-2 (2211840); e, portanto, (iv) somente diante de um contrato de interoperabilidade específico será possível avaliar sua aderência às proposições da Resolução CVM n. 31/2021 ou, ao reverso, a necessidade de aprimoramento da regulamentação e supervisão em decorrência do monitoramento da atividade desenvolvida.

Finalmente, tendo em vista que a presente manifestação se cuida de documento preparatório, a ser utilizado como fundamento para tomada de decisão administrativa, deverá ser mantido sob sigilo, até a edição do ato decisório, na forma do art. 7º, § 3º, da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, e do art. 20 do Decreto nº 7.724, de 16 de maio de 2012.

É o que se tem a opinar, em 29 de janeiro de 2025.

À consideração superior.

Rio de Janeiro, 22 de janeiro de 2025.

LUCIANA SARAIVA SCHIAVONI MILLER

[1] In <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=304>.

[2] “A fidúcia encerra a ideia de uma convenção pela qual uma das partes, o fiduciário, recebendo da outra (fiduciante) **a propriedade de um bem**, assume a obrigação de dar-lhe determinada destinação e, em regra, de restituí-lo uma vez alcançado o objetivo enunciado na convenção (...) **Essa atribuição da titularidade ao adquirente (fiduciário) é plena, mas o fiduciário assume a obrigação de dar determinada destinação ao bem ou direito que recebe**. Assim, o negócio de natureza fiduciária é negócio bilateral composto por dois acordos que criam uma situação *sui generis*, pela qual uma parte (alienante-fiduciante) transmite a propriedade de certos bens à outra parte (adquirente-fiduciário), que, **embora passe a exercer os direitos de proprietário, erga omnes, assume, no campo obrigacional, nas suas relações com o fiduciante, o dever de dar os bens adquiridos a destinação determinada pelo próprio fiduciante e com este acordada na forma do citado pacto adjeto**”. CHALHUB, Melhim Namem. Negócio Fiduciário. Alienação Fiduciária. 4ª ed. Rio de Janeiro : Renovar, 2009, pp. 9 e 10.

[3] Vide exposição de motivos do Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2013, em que se ressalta, com propriedade, que “A rigor, no Brasil, o depósito centralizado de ativos apenas existe plenamente, nos moldes ora propostos, para ações. Isso porque a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em seu art. 41 (com a redação dada pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001), estabeleceu que o prestador de serviços de custódia centralizada de ações adquire a propriedade fiduciária de tais títulos. Essa transferência da propriedade fiduciária – referida ao longo deste edital como “titularidade fiduciária”, expressão considerada mais adequada – para o depositário central é vista como um pressuposto essencial para a efetiva imobilização dos ativos e, até muito recentemente, ela **apenas existia para ações**”.

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf.

[4] Para melhor compreensão da *mens regulatoris*, vale conferir, mais uma vez, exposição de motivos do Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2013, *in verbis*: “(...) o registro puro e simples de um ativo não é capaz de assegurar nem a sua regular emissão e a sua existência, nem que o alienante seja o seu efetivo titular (uma vez que, a despeito de registrado em um sistema onde também se realizam as suas negociações, o ativo propriamente dito, a rigor, permanece com seu emissor ou com seu titular originário). Para assegurar maior segurança aos participantes do mercado impõe-se, então, promover a “imobilização” dos ativos. Tal imobilização se dá pelo depósito dos ativos em um depositário central, uma entidade que se encarrega, basicamente, de prestar serviços de custódia centralizada daqueles ativos. Esse processo pode variar, tendo em vista a multiplicidade de ativos financeiros e de formas de circulação e de titularidade, direta ou indireta. Não obstante, usualmente ele se apoia em uma cadeia de obrigações e responsabilidades que envolve um depositário central para o ativo (aquele que é efetivamente o seu titular) ou um escriturador (aquele que mantém os registros escriturais de emissão e movimentação). Com isso, os ativos passam a ser detidos não mais diretamente pelos investidores, mas sim por meio de registros efetuados em contas escriturais mantidas pelos depositários centrais (e esse movimento é, usualmente, referido como de “desmaterialização” dos ativos, que é um dos efeitos da sua imobilização). É com a certificação da existência e da titularidade dos ativos financeiros pelo depositário central que os agentes de mercado passam a ter a segurança necessária para a sua **negociação em mercados organizados**”. Grifou-se.

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0613-edital.pdf.

[5] Seguem as Notas de Rodapé citadas na transcrição: 7 Originalmente publicados pelo Comitê de Sistemas de Liquidação e Pagamentos (CPSS) e pelo Comitê Técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores (TC/IOSCO), os PFMI, de acordo com o disposto no art. 4º da Resolução CMN nº 4.952, de 30 de setembro de 2021, devem, sem prejuízo das normas legais e regulamentares aplicáveis no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, ser também utilizados na regulação, no monitoramento e na avaliação da segurança e eficiência das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e liquidação. 8 PFMI. Item 1.11. “*A central securities depository (CSD) may maintain the definitive record of legal ownership for a security; in some cases, however, a separate securities registrar will serve this notary function*”. 9 PFMI. Item 1.11. “*The precise activities of a CSD vary based on jurisdiction and market practices*”. 10 PFMI. Item 1.11. “*A central securities depository (...) plays an important role in helping to ensure the integrity of securities issues (that is, ensure that securities are not accidentally or fraudulently created or destroyed or their details changed)*”. 11 PFMI. Item 1.28. *Interdependencies and interoperability*. “*The different forms of interdependencies, including interoperability, are addressed in this report in various principles, including Principle 20 which explicitly addresses FMI links and their risk management*”. 12 PFMI. Table 1. *General Applicability of principles to specific types of FMIs. As diferentes formas de interdependências, inclusive a interoperabilidade, são abordadas nos Princípios 2, 3, 17, 18, 20, 21 e 22*. Todos esses princípios são aplicáveis aos depositários centrais. 13 PFMI. Item 1.28. *Interdependencies and interoperability*. “*Interdependencies are covered in (a) Principle 2 on governance, which states that FMIs should consider the interests of the broader markets*”. 14 PFMI. Item 1.28. *Interdependencies and interoperability*. “*Principle 18 on access and participation requirements, which states that FMIs should provide fair and open access, including to other FMIs*”. 15 PFMI. Item 1.28. *Interdependencies and interoperability*. “*Principle 21 on efficiency and effectiveness, which states that FMIs should be designed to meet the needs of their participants*”. 16 PFMI. Item 1.28. *Interdependencies and interoperability*. “*The combination of these principles should achieve a strong and balanced approach to interoperability*”. 17 Cf. Nota 8, supra. 18 WENDT, Froukelien; KATZ, Peter; ZANZA, Alice. Fundo Monetário Internacional (FMI). Departamento Monetário e de Mercado de Capitais. Nota 19/01, 2019. How to Organize Central Securities Depositories in Developing Markets: Key Considerations. p. 1. 19 WENDT, Froukelien et al., 2019, p. 3: “*In some cases, market efficiencies can be increased through links between multiple CSDs, particularly in large, developed markets. Links between CSDs are often not a useful tool for smaller or developing markets due to the high fixed cost of CSDs’ information technology systems*”.

Atenção, a consulta ao processo eletrônico está disponível em <http://sapiens.agu.gov.br> mediante o fornecimento do Número Único de Protocolo (NUP) 19957003149202374 e da chave de acesso bf20d3bd



ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO
PROCURADORIA-GERAL FEDERAL
PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
SUBPROCURADORIA JURÍDICA - 2
RUA 7 DE SETEMBRO, Nº 111, 31º ANDAR, CENTRO, RIO DE JANEIRO

DESPACHO n. 00022/2025/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU

NUP: 19957.003149/2023-74

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

1. Estou de acordo com o PARECER n. 00003/2025/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU.
2. À superior consideração.
Rio de Janeiro, 04 de fevereiro de 2025.

MARCELO MELLO ALVES PEREIRA
SUBPROCURADOR-CHEFE DA GJU-2
AGU/PGF/PFE-CVM

Atenção, a consulta ao processo eletrônico está disponível em <http://sapiens.agu.gov.br> mediante o fornecimento do Número Único de Protocolo (NUP) 19957003149202374 e da chave de acesso bf20d3bd



ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO
PROCURADORIA-GERAL FEDERAL
PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA (GABINETE DO PROCURADOR-CHEFE)
RUA 7 DE SETEMBRO, Nº 111, CENTRO, RIO DE JANEIRO - RJ

DESPACHO n. 00062/2025/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU

NUP: 19957.003149/2023-74

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

Aprovo os termos do **PARECER n. 00003/2025/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU** e respectivo **DESPACHO n. 00022/2025/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU**.

À SMI, em devolução, para ciência e providências que reputar adequadas.

Rio de Janeiro, 10 de fevereiro de 2025.

LUCIANA SILVA ALVES
Procuradora Federal
Procuradora-Chefe
AGU/PGF/PFE-CVM

Atenção, a consulta ao processo eletrônico está disponível em <https://supersapiens.agu.gov.br> mediante o fornecimento do Número Único de Protocolo (NUP) 19957003149202374 e da chave de acesso bf20d3bd