

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL DO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOBRE A FUSÃO CETIP E
BM&FBOVESPA

Karen da Silva de Mello

Nº de matrícula: 1311842

Orientador: Leonardo Rezende

Novembro 2017

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A ORGANIZAÇÃO INDUSTRIAL DO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO: UMA ANÁLISE SOBRE A FUSÃO CETIP E
BM&FBOVESPA

Karen da Silva de Mello

Nº de matrícula: 1311842

Orientador: Leonardo Rezende

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Karen da Silva de Mello

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha mãe por todo o investimento, dedicação e conselhos ao longo desses anos. Por sempre se mostrar presente e por me guiar nesta jornada tão difícil.

À minha irmã, por sempre ser meu porto seguro e minha maior inspiração. Minha admiração por você aumenta a cada dia.

Ao meu grande companheiro, amigo e namorado Peter, por ser meu ponto de equilíbrio em tantos momentos. Agradeço pelo carinho, paciência e dedicação ao longo desta jornada.

Aos amigos e colegas que fiz na PUC. Em especial, Bianca, Manuella, Juliana, Maria e Julia. Sem vocês, nada disso faria sentido.

Às minhas amigas de infância, Nayara, Geovanna, Marina, Priscila e Beatriz, por me apoiarem nas mais difíceis decisões e por estarem sempre presentes na minha vida, mesmo com a distância.

Ao meu orientador, Leonardo Rezende, por sempre se mostrar solícito. Me sinto muito honrada por ter tido a oportunidade de ser sua aluna e de ser orientada por você.

Agradeço à todo o corpo docente do Departamento de Economia da PUC-Rio. Sinto um enorme orgulho de fazer parte desta história.

SUMÁRIO

Introdução	6
1. Histórico da BM&FBovespa e CETIP	9
1.1 Como surgiram as bolsas no Brasil.....	9
1.2 Protagonismo da BOVESPA no mercado nacional	11
1.3 A origem da bolsa de Mercado Futuro	12
1.4 A Nova Bolsa: BM&FBovespa	14
1.5 A história da Cetip	15
1.4 Brasil, Bolsa, Balcão – B3	16
2. O funcionamento da pós-negociação no mercado de capitais	18
2.1 A estrutura da pós-negociação	18
2.2 O funcionamento do mercado de bolsa no Brasil	19
2.2 O funcionamento do mercado de balcão no Brasil	20
3. Revisão da Literatura.....	22
4. A estrutura do mercado de capitais no Brasil	25
4.1 Experiência internacional.....	25
4.2 Estrutura industrial verticalizada	27
4.2.1 Barreiras a entrada.....	28
4.3 Traçando um paralelo com o caso AT&T.....	32
4.4 Os benefícios da integração vertical	33
4.3 A atuação do Cade na fusão BM&FBovespa e Cetip	35
5. Conclusão	38
Referências Bibliográficas	40

Lista de abreviaturas e siglas

ANDIMA - Associação Nacional dos Dirigentes do Mercado Aberto
BCB - Banco Central do Brasil
BMSP - Bolsa de Mercadorias de São Paulo
BM&F - Bolsa Mercantil e de Futuros
BVRJ - Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo
BVBSA - Bolsa de Valores Bahia-Sergipe-Alagoas
BOVMESB - Bolsa de Valores Minas Gerais-Espírito Santo-Brasília
BVES - Bolsa de Valores do Extremo Sul (Rio Grande do Sul e Santa Catarina)
BVPR - Bolsa de Valores do Paraná
BVPP - Bolsa de Valores Pernambuco-Paraíba
BVRg - Bolsa de Valores Regional
BVSt - Bolsa de Valores de Santos
BMF&BOVESPA/BVMF - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CMN – Conselho Monetário Nacional
CSD - Depositária Central ou Central Security Depositary
CCP - Contraparte Central Garantidora
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
IMF - Infraestrutura do Mercado Financeiro
FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos
SND - Sistema Nacional de Debêntures

Índice de Tabelas e Figuras

Figura 1 – Tamanho dos países conforme a capitalização de seus mercados.....	13
Tabela 1 – Composição do capital social da BVMF.....	15
Tabela 2 – Composição do capital social da Cetip.....	18
Tabela 3 – Composição do Capital Social da B3.....	21

INTRODUÇÃO

No Brasil, a BM&FBovespa e a Cetip são os principais órgãos do sistema financeiro. A fusão entre as duas companhias, concluída em 2017, criou a empresa de capital aberto B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), sendo considerada a quinta maior bolsa de mercado de capitais e financeiro do mundo em valor de mercado, com patrimônio de aproximadamente US\$ 13 bilhões.

Esta recente união retomou o debate acerca de qual organização industrial do mercado de capitais, em especial a estrutura de negociação e pós-negociação, é mais eficiente para a economia. Isto porque “o atual monopólio da BVMF no mercado de bolsa e da Cetip no mercado de balcão se dá em todos os elos da cadeia que compõem a bolsa de valores, de mercadorias e futuros e o mercado de balcão. Assim, no Brasil, apenas a BVMF oferta os serviços de negociação, pós-negociação e central depositária no segmento de bolsa, enquanto apenas a Cetip oferta os serviços de registro, central depositária, compensação e liquidação e negociação para a maioria dos segmentos no mercado de balcão”¹.

De acordo com a Caixa Econômica Federal (2007), por se tratar de duas principais instituições que executam os serviços de infraestrutura do Mercado Financeiro nos serviços de pós-negociação e depositário central, a incorporação de uma pela outra desperta algumas preocupações em relação a concentração (monopólio) e os possíveis impactos decorrentes: (i) na política de preços; (ii) na qualidade de preços; (iii) na agilidade no desenvolvimento de adequações tecnológicas, dentre outras questões.

Ao longo dos últimos anos, empresas como BATS, Direct Edge e ATS anunciaram a intenção de entrar no mercado de negociação no Brasil. O insucesso dessas tentativas advém do fato de que a estrutura verticalizada da BVMF torna-se uma barreira à entrada significativa nos mercados, pois o novo entrante deve (i) montar a sua própria estrutura também verticalizada, o que encarece consideravelmente a entrada; ou (ii) contratar os serviços da BVMF. Desta forma, na prática, qualquer entrada no país dependerá, em maior ou menor medida, de um acordo com a BVMF no mercado de bolsa e balcão para prestação de serviços essenciais.

¹ (Coordenação-geral de análise antitruste, 2016): “Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE”

Apesar do crescimento ascendente nos últimos anos, o mercado de capitais no Brasil pode ser considerado ainda pouco desenvolvido, se comparado com as principais economias do mundo. O mapa abaixo demonstra os países dimensionados conforme a capitalização de seus mercados em 2015 (em bilhões de dólares), com base nos valores mobiliários que estão em circulação:

Gráfico 1: Tamanho dos países conforme a capitalização de seus mercados 2015 (US\$):



Fonte: Mapping Worlds; Bloomberg

Diversos fatores podem justificar a dificuldade do Brasil em desenvolver seu mercado de capitais, tais como incerteza política, alta taxa de juros, inflação, retração econômica, baixa poupança, entre outros. Contudo, alguns investidores e potenciais concorrentes argumentam que um dos fatores que podem afetar diretamente a falta de representatividade brasileira neste mercado, diz respeito às tarifas cobradas no setor, bem como a falta de incentivos à inovação nesse mercado, em virtude da posição de monopólio dos agentes em quase todos os mercados.

Diante disso, é indiscutível que esta operação é relevante para o Brasil. Não somente pela importância que um mercado de capitais tem para qualquer país como forma eficaz de fomentar o crescimento de uma nação, mas, também, devido ao seu potencial de crescimento no Brasil.

O objetivo desse trabalho, portanto, é traçar um panorama dos segmentos de bolsa de valores e mercado de balcão no Brasil e identificar quais poderiam ser os efeitos da fusão

para a concorrência no mercado e para os investidores, analisando eventuais efeitos anticompetitivos com as eficiências apontadas pelas requerentes e pelos tomadores de serviços. A detalhar a estrutura industrial de negociação e pós negociação no Brasil, bem como os impactos causados pelo modelo utilizado em nosso país. O restante deste trabalho está dividido em mais seis capítulos, além desta introdução. O capítulo 2, subdividido em cinco sessões, busca detalhar o surgimento da bolsa de valores no Brasil e como o protagonismo da BVMF e Cetip foram construídos no mercado brasileiro. O capítulo 3, subdividido em quatro sessões, aborda a estrutura de pós negociação no mercado de capitais brasileiro, enquanto o capítulo 4 faz uma breve revisão da literatura econômica acerca da organização industrial de negociação e pós negociação nos mercados financeiros. O capítulo 5, subdividido em quatro sessões, especifica a estrutura da organização industrial brasileira e apresenta exemplos e comparações com as estruturas de negociação e pós negociação implementadas no mundo, enquanto o capítulo 6 apresenta a conclusão com base no que foi debatido e estudado ao longo do trabalho.

1. Histórico da BM&FBovespa e Cetip

Antes de iniciarmos o debate acerca dos diferentes tipos de estruturas industriais existentes no mercado de capitais, é importante desenharmos o background do sistema financeiro brasileiro. Diante disso, o primeiro capítulo deste trabalho busca percorrer a história do surgimento das primeiras bolsas de valores no Brasil em meados do século XIX até a construção do Mercado Financeiro nos moldes atuais.

1.2. Como surgiram as bolsas no Brasil

No Brasil, o primeiro ensaio de construção de uma bolsa de valores data de meados do século XIX, cujo objetivo era a estruturação do sistema financeiro, sobretudo pela construção de mercados constituídos em forma de bolsa para a negociação de moedas, mercadorias e metais preciosos. Contudo, a primeira bolsa de valores só foi regulamentada em 4 de março de 1876, sendo a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) a primeira grande bolsa brasileira.

Desta forma, somente a partir da segunda metade do século XIX, teremos as primeiras tentativas de organização e estruturação de um sistema financeiro regulamentado e com a supervisão do poder público. Sistema esse capaz de oferecer recursos para a expansão econômica, industrialização e expansão comercial.

São Paulo, Minas Gerais, Bahia, Pernambuco, Maranhão, Ceará e Rio Grande do Sul são estados que sempre se apresentaram como peças fundamentais para os negócios nacionais, tanto por serem grandes produtores agrícolas, quanto por serem grandes potências comerciais, sobretudo por serem importantes portos marinhos. Mas, era na cidade do Rio de Janeiro onde se concentrava a maior parte das atividades econômicas e comerciais, e sendo ela a primeira cidade a sediar uma bolsa de valores no Brasil.

Nos anos subsequentes, a economia brasileira foi marcada pelo processo de expansão econômica, incentivando ainda mais o desenvolvimento das bolsas no país. Nesse contexto, surgiu em 1890 na cidade de São Paulo, a Bolsa Livre, “como uma associação que vendia e comprava, por meio de pregão, títulos de companhias e bancos e café”. Em dezembro de 1894, o governo do Estado de São Paulo aprovou a tabela de corretagem, que fundou em 1985, a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que, em conjunto com a ideia da Bolsa Livre,

representariam o início do que conhecemos como Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

“Até meados da década de 1960, a Bovespa e as demais bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças (atuais Secretarias da Fazenda Estaduais), elas foram sendo constituídas pelos governos estaduais em todo o Brasil, chegando a existir 27 bolsas de valores por todo país, sendo uma por estado e mais a do Distrito Federal, compostas por corretores nomeados pelo poder público.”²

Como forma de corrigir as ineficiências do mercado, foram promulgadas duas leis em 1964 e 1965, respectivamente, cujo o objetivo era realizar reformas que resultariam no que conhecemos hoje como o nosso Sistema Financeiro Nacional (SFN). Essas regulamentações foram fundamentais para a criação de uma série de entidades incumbidas de coordenação nosso sistema financeiro: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – “a qual foi constituída como uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, com objetivo de regulamentar, disciplinar e fiscalizar os negócios com títulos e valores mobiliários, onde suas atividades devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil (BCB) e de acordo com as políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)”, o Conselho Monetário Nacional (CMN) – “considerada a autoridade normativa máxima do SFN com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito”, e o Banco Central do Brasil (BCB) – “uma organização no formato de autarquia, responsável pela supervisão do funcionamento das instituições financeiras de acordo com a regulamentação expedida pelo CMN”³.

Com esse novo conjunto de regras, as Bolsas de Valores foram transformadas em associações cíveis sem fins lucrativos com autonomia administrativa, financeira e patrimonial, deixando de atuar de forma vinculada aos poderes estaduais e conseqüentemente, deixando de negociar somente títulos públicos. Desta forma, as Bolsas de Valores passaram a negociar títulos ou valores mobiliários e títulos cambiais (debêntures e notas comerciais).

² Citação retirada do site <<http://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/historia>>

³ (LEITE, 2011) - A BM&FBOVESPA: A CONSTRUÇÃO DE UM MERCADO NACIONAL DE BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS NO BRASIL.

1.2 Protagonismo da BOVESPA no mercado nacional

Com exceção da BOVESPA e da BVRJ, as principais bolsas do Brasil começaram seus processos de fusões, com o objetivo aumentar a participação no volume total de negócios, assumir maior representatividade no mercado de capitais brasileiro e criar maior eficiência operacional.

Com as mudanças ocorridas no setor financeiro, principalmente com o fortalecimento do mercado de títulos privados, com o direcionamento da transação de títulos públicos via BCB e por não ser mais a capital federal do Brasil, o Rio de Janeiro começou a perder representatividade como figura central financeira do país. Assim, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), fundada em 1967, passou a assumir um papel de destaque.

Desta forma, até o final da década de 1970 e início da década de 1980, todas as 27 bolsas de valores espalhadas pelo país estavam reunidas em nove bolsas, regionais ou não. De acordo com o Informe do Sistema Eletrônico de Negociação publicado pela CVM em 1997, as bolsas eram distribuídas da seguinte forma:

- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ;
- Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA;
- Bolsa de Valores Bahia-Sergipe-Alagoas – BVBSA;
- Bolsa de Valores Minas Gerais-Espírito Santo-Brasília – BOVMESB;
- Bolsa de Valores do Extremo Sul – BVES (Rio Grande do Sul e Santa Catarina);
- Bolsa de Valores do Paraná – BVPR;
- Bolsa de Valores Pernambuco-Paraíba – BVPP;
- Bolsa de Valores Regional – BVRg (CE–RN–PI–MA–PA–AM);
- Bolsa de Valores de Santos – BVSt;

De acordo com os dados publicados pela CVM em 1997, a BOVESPA concentrava, em 1996, 84% de todos os negócios realizados em bolsa de valores, enquanto que todas as outras bolsas reunidas, respondiam apenas pelos outros 16% do volume total de negócios realizados em bolsa no país.

A partir do final da década de 80, as bolsas de valores passaram a ser reconhecidas como auto reguladoras. As bolsas passaram a ser responsáveis pela regulamentação e

fiscalização das transações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos de negociação, pela arbitragem e pelo estabelecimento de mecanismos que possam frear eventuais desvios e assim, proteger os investidores.

Em 2001, em meio ao contexto de modernização e transformação estrutural, a BOVESPA foi responsável pela integração das oito Bolsas Brasileiras existentes no mercado. A BVRJ, que também se fundiu com a BOVESPA, passou a negociar apenas títulos públicos de emissão do governo federal, municipal e estadual, e leilões de privatização.

1.3. A origem da bolsa de Mercado Futuro

A partir da segunda metade do século XIX, o Brasil passou por intensas transformações econômicas, “fundam-se no curso 62 empresas industriais, 14 bancos, 3 caixas econômicas, 20 companhias de navegação a vapor, 23 de seguros, 4 de colonização, 8 de mineração, 3 de transporte urbano, 2 de gás, e finalmente 8 estradas de ferro”, que mesmo sendo, em alguns casos, empreendimentos estimulados “pela súbita libertação dos capitais dantes invertidos no tráfico africano” bem como pela expansão “de crédito e emissões de papel-moeda que então se verificam”⁴ constituiriam o combustível para o início e a expansão das atividades financeiras no país, servindo de motor para expansão das forças produtivas e dos negócios em bolsa.

Foi nesse contexto de expansão econômica que as bolsas foram se desenvolvendo ao redor do país, primeiramente canalizados em eventos organizados em praças, onde se negociava desde ouro e moedas até mercadorias agrícolas. Num segundo momento, as bolsas de “fundos públicos” passaram a ganhar espaço e notoriedade, cujas regulamentações e administrações eram de poder público.

Houve uma separação dos mercados, onde as bolsas de fundos públicos ficaram responsáveis pela realização de negócios com títulos públicos, títulos privados e valores financeiros, transformando-se mais tarde em Bolsas de Valores. O segundo mercado ficou responsável pelas transações com mercadorias, ouro e commodities, podendo serem realizadas a vista ou a prazo (futuro).

⁴ (PRADO JUNIOR, 1990)

As bolsas de mercadorias se proliferaram pelas diferentes regiões do país, vinculadas às cidades onde se concentram os polos produtores, distribuidores e/ou financeiros das mercadorias negociadas. Foi em São Paulo o registro da constituição das primeiras bolsas de mercadorias do país, uma vez que este estado concentrava a maior parte dos produtores e comerciantes de café, além de seu principal porto exportador, o porto de Santos. A Bolsa do Café em Santos, que foi instituída oficialmente em 1914. Em 1917, foi constituída na cidade de São Paulo, a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), que é considerada como a “primeira bolsa de commodities agrícolas do Brasil”.⁵

Em 1924 o governo do Estado da Bahia criou a Bolsa de Mercadorias da Bahia e que em conjunto com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) e a Bolsa do Café e Mercadorias, em Santos, formaram o principal mercado de mercadorias do país, cujas as principais mercadorias transacionadas eram o café e o algodão.

Assim como no mercado de valores mobiliários, o mercado de mercadorias e de futuros passou pelo processo de unificação. Em 1991, a Bolsa de Mercadorias em São Paulo (BMSP) e a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), fundada em 1985, se fundiram dando origem à Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), cujo objetivo era estruturar ainda mais o mercado e proporcionar aos agente econômicos a oportunidade de “efetuarem operações de hedging (proteção) ante flutuações de preço de commodities agropecuárias, índices, taxas de juro, moedas e metais, bem como de todo e qualquer instrumento ou variável macroeconômica cuja incerteza de preço no futuro pudesse influenciar negativamente suas atividades”.⁶

Em 2002, com o objetivo de automatizar suas atividades e dar mais confiabilidade, a BM&F iniciou suas atividades na câmara de compensação Clearing de câmbio, e ainda em 2002, adquiriu os direitos de gestão das atividades da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), firmando um acordo com a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN) de centralização das atividades de registro, compensação e liquidação das operações com títulos públicos e privados (renda fixa), concretizando a “Clearing de Ativos BM&F”.

⁵ (TEIXEIRA, 1992: 10).

⁶ (LEITE, 2011) - A BM&FBOVESPA: A CONSTRUÇÃO DE UM MERCADO NACIONAL DE BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS NO BRASIL.

Em novembro de 2007, a BM&F concluiu seu processo de desmutualização, transformando-se em uma sociedade anônima de capital aberto – BM&F S.A, e disponibilizando suas ações (BMEF3) para negociação na Bolsa de Valores de São Paulo.

1.4. A Nova Bolsa: BM&FBovespa

No ano de 2007, foi dado o grande passo no processo de integração dos mercados de bolsa no Brasil, com a desmutualização da Bovespa e, em seguida, da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros). Em 28 de agosto de 2007, a Bovespa deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos, cujo capital era constituído por títulos patrimoniais, e se tornou uma sociedade por ações: a BOVESPA Holding S.A.; com a primeira disponibilização de suas ações (BOVH3) em negociação em bolsa no dia 26 de outubro de 2007. Em 2008, os acionistas da Bovespa Holding S.A. e da BM&F S.A. aprovaram uma reorganização societária, por meio da qual os acionistas de ambas as companhias foram reunidos em uma única empresa, criando então, a maior bolsa de mercadorias e de futuros da América Latina e a 5ª maior bolsa de futuros do mundo, em volume de contratos negociados.

A BMF&BOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BVMF) atua como administradora de Infraestrutura de Mercado Financeiro (IMF) nos mercados organizados de bolsa de valores mobiliários, mercadorias e futuros e no de balcão. Oferece serviços em três segmentos, a saber:

- Negociação;
- Compensação/liquidação (clearing, chamada de Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e por meio do sistema PUMA);
- Depósito/registro, por meio da sua Central depositária (CSD);

Os serviços da Contraparte Central Garantidora (CCP) precisam ser oferecidos necessariamente na clearing da BVMF, por conta da bolsa de renda variável, pois é uma exigência regulatória do Banco Central do Brasil (BCB). Os serviços da CCP podem ser usados, também, para as negociações de balcão, em especial se não forem bilaterais. A BVMF também realiza empréstimos de títulos, licenciamento de software e presta serviços de infraestrutura para processos licitatórios e alienações (leilões). Sua composição acionária encontra-se na Tabela 1 abaixo:

Tabela 1: Composição do capital social da BVMF

Composição do Capital Social da Bovespa	
Ações em Tesouraria	1,57%
Fundos administrados pela Blackrock. Inc	5,09%
Fundos administrados pela Oppenheimerfunds. Inc	7,37%
Capital World Investors	7,67%
Outros	78,30%
Total	100%

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria

1.5. Cetip

Criada por demanda do próprio mercado financeiro e sendo um braço operacional da ANDIMA (Associação Nacional dos Dirigentes do Mercado Aberto), a CETIP foi instituída pelo voto do Conselho Monetário Nacional em 1984, sob forma de sociedade civil brasileira, sem fins lucrativos. Iniciou suas operações em 1986, passando, desde então, a disponibilizar sistemas eletrônicos de custódia, registro de operações e liquidação financeira no mercado de títulos públicos e privados.

Participou ativamente do desenvolvimento do mercado financeiro, em estreita ligação com o mercado e os órgãos de regulação, propondo, criando, viabilizando e operacionalizando soluções e sistemas para suporte das operações de seus participantes.

Em maio de 2008, foi aprovada a desmutualização da CETIP Associação. Passou a ser uma companhia de capital aberto que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. O processo de desmutualização também levou à incorporação da ANDIMA SND, tornando a CETIP detentora única dos direitos sobre o SND - Sistema Nacional de Debêntures.

De acordo com a Cetip, em junho de 2010, a empresa se uniu à Clearstream - subsidiária da Deutsche Börse e líder global na área dos serviços de colateral – para assinar um acordo comercial máster para desenvolver, promover e distribuir o primeiro serviço de gestão de colateral para terceiros a ser fornecido pela CETIP. No final de 2010, a CETIP adquiriu 100% do capital da GRV Solutions, empresa responsável pelo processamento e custódia das informações de transações de financiamento de veículos. Com a transação, a companhia dobrou de tamanho e ganhou capacitação para atuar também no segmento de

crédito ao consumo e em mais duas frentes: suporte às operações de crédito e informações e soluções para quem concede crédito.

Seu ambiente é conhecido como ambiente de balcão, oferecendo o registro da negociação de títulos e valores mobiliários de renda fixa. Pode também registrar, custodiar e liquidar títulos públicos estaduais e municipais emitidos após 1992, títulos representativos de dívidas de responsabilidade do Tesouro Nacional, além de todos os créditos securizados da União, da Dívida Agrícola, dos Títulos da Dívida Agrária e também dos certificados financeiros do Tesouro e principalmente a custódia de Derivativos de balcão.

A CETIP S.A. - Mercados Organizados (Cetip) oferece serviços em três segmentos, a saber:

- Negociação;
- Compensação/liquidação (*clearing*);
- Serviços de infraestrutura para processos licitatórios e alienações (leilões).

A sua composição acionária encontra-se na tabela 2 abaixo:

Tabela 2: Composição do capital social da Cetip

Composição do Capital Social da CETIP	
Ações em Tesouraria	1,20%
Fundos administrados pela Blackrock. Inc	5,28%
Ice Overs eas Limited	12,00%
Outros	81,52%
Total	100%

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria

1.6. Brasil, Bolsa, Balcão – B3

Em março de 2017, foi criada a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, a partir da combinação de atividades da BM&FBovespa, bolsa de valores, mercadorias e futuros, com a CETIP, empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado. A empresa passa a ser a 5º maior bolsa de mercado de capitais e financeiro do mundo, com patrimônio de 13 bilhões de dólares.

Nos mercados de produtos listados em bolsa, a B3 desenvolve, implanta e provê sistemas e serviços de negociação e pós-negociação (compensação e liquidação) de ações,

derivativos de ações, financeiros e de mercadorias, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, moedas à vista e commodities agropecuárias. Além disso, a nova bolsa também oferece o serviço de listagem e de depositária central para os ativos negociados em seus ambientes.

Para os produtos não listados que são negociados por meio de operações bilaterais no mercado de balcão, tais como instrumentos financeiros emitidos por bancos e derivativos customizados, a B3 oferece a infraestrutura para registro dessas operações pelos participantes do mercado.

A composição acionária encontra-se na tabela 3 abaixo:

Tabela 3: Composição do Capital Social da B3

Composição do Capital Social da B3	
Ações em Tesouraria	0,98%
Fundos administrados pela Oppenheimerfunds. Inc	6,50%
Fundos administrados pela Blackrock. Inc	4,49%
Capital World Investors	9,65%
Outros	78,38%
Total	100%

Fontes: B3. Elaboração própria

2. Características-chaves dos serviços de negociação e pós-negociação

Para avaliar os impactos que a organização industrial do mercado de capitais geram para a economia e sociedade, é extremamente necessário detalhar alguns aspectos relevantes que incluem, por exemplo, a estrutura e as funcionalidades de cada setor. Este capítulo busca explicitar a estrutura do serviço de pós-negociação, bem como o funcionamento do mercado de bolsa e balcão no Brasil.

2.1. O funcionamento do mercado de bolsa no Brasil

No Brasil, a infraestrutura de post-trade no mercado de bolsa pode ser dividida em três grandes unidades: negociação, clearings e registro ou depósito. As atividades na cadeia de valor de negociação e pós-negociação de ações são complexas e envolvem muitos processos e vários provedores de serviços e participantes de mercado. Podemos dividir a cadeia de valor da seguinte forma:

- A negociação concerne basicamente, ainda que não exclusivamente, ao serviço de **recebimento** e “**matching**” de ordens de compra e venda de ativos entre os agentes. Trata-se de um espaço físico, ou de um sistema eletrônico, destinado à negociação de operações com valores mobiliários. O principal objetivo nesta fase é identificar o par vendedor-comprador. Há duas formas de negociar: bilateral ou multilateral. Na primeira, o vendedor identifica o comprador diretamente e fecha o negócio bilateralmente. Na segunda, o vendedor e o comprador se identificam por intermédio de uma plataforma centralizada e multilateral.
- Os serviços de compensação e liquidação financeira é o segmento que garante que haverá a transferência de recursos da operação entre os agentes. Por meio da **compensação**, apura-se a posição final líquida de cada participante, decorrente de múltiplas transações entre diversas partes. Por meio da **liquidação**, efetiva-se a transferência física de ativos (por meio das câmaras de compensação e liquidação ou clearing) e de recursos financeiros (por meio do BCB) entre compradores e vendedores. É, assim, onde reside o risco financeiro da negociação.
- O serviço de depósito centralizado de ativos (CDS) presta três serviços essenciais: 1) os serviços de guarda/custódia centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários (fungíveis e infungíveis) em regime de propriedade fiduciária; 2) os

serviços de liquidação física, transferência, monitoramento e controle de titularidade em contas de depósito em nome dos investidores finais (troca de titularidade); e 3) os serviços de processamento e liquidação de eventos corporativos que incidem sobre os ativos guardados de pagamentos e garantias, tais como o pagamento de dividendos, juros, rendimentos, etc.

A bolsa de valores brasileira é uma bolsa verticalmente integrada. Nesse contexto, é importante ter em mente que por ter essa estrutura administrativa, ela atua como central depositária de ativos, câmara de compensação e liquidação e contraparte central. Desde a fusão entre a Bovespa e a BM&F em 2008, a nova bolsa administra quatro câmaras de compensação (Câmara de Ações e Renda Fixa Privada. Antiga Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), Câmara de Derivativos, Câmara de Câmbio e Câmara de Ativos), constituídas em momentos diferentes.

2.2. O funcionamento do mercado de balcão no Brasil

No mercado de balcão, duas classes de serviços são ofertadas: os serviços relativos à clearing e os serviços relativos à Central Depositária de Ativos (CSD). Diferentemente do mercado de bolsa, o serviço com a CCP é opcional. Além disso, o mercado de balcão pode ser não-organizado, e no que tange as negociações, as partes podem negociar fora do ambiente das plataformas dos IMFs (Infraestrutura do Mercado Financeiro) e usar apenas os serviços de registro ou depósito, sem efetivamente usar a clearing.

Ao contrário do que ocorre no ambiente de bolsa, o depósito dos instrumentos só é obrigatório no mercado de balcão em relação a alguns ativos, como por exemplo, Debêntures; Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI); Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA); Notas promissórias; Certificado de Investimento Audiovisual (CIAV); Obrigações; Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC); e Cotas de fundos de investimentos (fechados).

Os serviços de registro e depósito devem ser divididos conforme o tipo de ativo negociado (debêntures, swaps, opções flexíveis, etc.) e a substituíbilidade entre eles é limitada em razão de questões regulatória e das diferenças quanto à detenção ou não da propriedade fiduciária dos ativos ou instrumentos.

O serviço de registro se apresenta como uma alternativa ao serviço de depósito, em que, “ao invés de realizar a transferência da propriedade fiduciária dos instrumentos, o negociador apenas registra o resultado da operação realizada. O sistema de registros, assim, só é necessário na cadeia de serviços do mercado de balcão, em vista da obrigatoriedade de depósito de todos os valores mobiliários e instrumentos financeiros negociados em bolsa. Em linhas gerais, os instrumentos financeiros são registrados e os valores mobiliários são depositados”.⁷ ,

É importante mencionar que a infraestrutura do mercado de balcão não é uma alternativa para os clientes do mercado de bolsa. Sendo assim, os serviços de clearing prestados pela BVMF não são vistos como substitutos do ponto de vista da demanda daqueles prestados pela Cetip.

2.3. Mercado de bolsa vs Mercado de balcão

Como visto nos itens anteriores, as bolsas de valores, mercadorias e futuros apresentam diferenças significativas entre si. Adicionalmente, a Cetip e a BVMF têm atividades mais complementares do que substitutas no mercado financeiro. A BVMF atua pouco no mercado de balcão e é a monopolista verticalizada no mercado de bolsa de valores mobiliários e, também, na bolsa de mercadorias e futuros no Brasil. Já a Cetip é a líder no mercado de balcão nesse país. A sobreposição horizontal entre as atividades das requerentes, assim, ocorre somente no mercado de balcão e com relação a alguns poucos produtos.

Diante do exposto acima, durante todo o processo de aprovação do Cade pela fusão entre Cetip e BVMF, ambas as empresas argumentavam que, considerando que a sobreposição horizontal entre as atividades das Requerentes é pequena, e que a maior parte dos serviços ofertados pela BVMF e pela Cetip são, em alguma medida, relacionados, pode-se afirmar que a operação proposta se trata, acima de tudo, de uma fusão de conglomerado, com o objetivo de extensão do portfólio de produtos/serviços.

De acordo com ambas as empresas, a operação propiciará eficiências relacionadas à redução de custos dos serviços, alocações mais eficientes e segura de capitais, bem com o aperfeiçoamento dos padrões de gerenciamento de risco. Adicionalmente, acredita-se que a fusão permitirá aumento da eficiência de capital para os participantes do mercado, por meio

⁷ Schimdt, Cristiane (2017): “Voto – Versão Pública (processo nº 0318512)”

da expansão do leque de produtos de balcão com Contraparte Central Garantidora (“CCP”). Esta visão se estende para outros agentes financeiros, como é o caso da Caixa Econômica Federal (2017)⁸:

“A CETIP, por sua vez, tem forte atuação no registro e depósito de ativos originários de operações do mercado de balcão, notadamente ativos de renda fixa. Em nossa experiência, mesmo após a entrada da BVMF nesse segmento, o volume de operações cursadas na CETIP manteve-se estável, enquanto a BVMF, mesmo com política de preços agressiva, não teve muita penetração no mercado. Assim, embora exista o risco de fim da concorrência com a unificação das operações, entendemos que nos principais segmentos de atuação de cada uma das empresas, ambas já possuem monopólio (mercado de ações e contratos derivativos padronizados) ou posição extremamente dominante (títulos privados de crédito, como debêntures, notas promissórias, CDB, dentre outros).”

Os críticos, por outro lado, argumentam que apesar de se tratar de um conglomerado, o problema econômico em questão se apoia na ideia de “concorrência potencial”. A análise da concorrência potencial se fundamenta no argumento de que antes da fusão, a Cetip era líder o mercado de balcão e já estava estrategicamente preparada para entrar no mercado de bolsa com uma CCP, a deixando apta para competir com a BVMF. De forma análoga, a BVMF, que já está estabelecida no mercado de balcão, poderia se fortalecer ainda mais. Desta forma, a união entre as duas empresas elimina as prováveis concorrentes de cada um dos mercados.

Os impasses causados por este ato de concentração confirma ainda mais a relevância do debate acerca dos benefícios e/ou malefícios que este feito traria para a economia do país. Desta forma, busca-se por meio de argumentos econômicos e precedentes, encontrar uma forma de amenizar os impactos negativos e potencializar os impactos positivos oriundos dessa fusão.

⁸ Resposta ao ofício nº 3481/2016/CADE (documento SEI nº 0228781)

3. Revisão da Literatura

A literatura econômica debate com profundidade os impasses causados pelos diferentes modelos de negociação e pós negociação utilizados no mundo. O trabalho de Craig (2007)⁹ estuda os benefícios e malefícios da integração da compensação, liquidação e execução de transações financeiras dentro de uma única empresa. De acordo com o texto, a principal objeção ao modelo de negociação com estrutura verticalizada é que devido às economias de escala e de escopo no setor de compensação, uma bolsa de valores integrada pode negar acesso às suas instalações de compensação e liquidação, excluindo a entrada de outras empresas no mercado. Contudo, acredita-se que a integração vertical também pode ser uma maneira eficiente de organizar as transações financeiras.

Por conta das economias de rede, as negociações financeiras enfrentam os mesmos desafios que outras indústrias como as de telecomunicações e de eletricidade, onde os efeitos dessas economias também estão muito presentes. Embora o modelo de integração vertical seja considerado uma estrutura econômica “second best”, porque a entidade integrada é susceptível de exercer o seu poder de mercado, a forma alternativa de organização não obviamente aumenta a concorrência de forma considerável e, de forma plausível, criam outras distorções.

De acordo com Craig, se os três serviços do modelo forem fornecidos por empresas distintas e especializadas, os custos de transação, as economias de escala, de rede e de escopo tendem a resultar na sobrevivência de uma única empresa em cada setor, criando um problema de monopólio tri-lateral. Isto, por sua vez, cria uma série de ineficiências. Primeiro, surgem problemas de marginalização múltipla, pois a determinação independente dos preços pelas três empresas resulta em um preço que excede o preço do monopólio que uma empresa verticalmente integrada cobraria. Segundo, mesmo que as três empresas entrassem em um acordo em relação aos preços cobrados por cada uma delas, problemas de oportunismo e “rent seeking” podem surgir.

Diante do exposto, o autor argumenta que a integração vertical pode ser considerada uma alternativa com mais benefícios econômicos, uma vez que o consumidor se depara com

⁹ Pirrong, Craig (2007): “The Industrial Organization of Execution, Clearing and Settlement in Financial Markets”.

serviços e preços melhores. Além disso, a integração vertical elimina a dupla marginalização e o oportunismo, reduzindo as perdas de peso morto.

Rochet (2005)¹⁰ analisa os efeitos de bem-estar oriundos da integração vertical na indústria de compensação e liquidação de valores mobiliários na União Européia. O artigo faz uma comparação entre a integração vertical e horizontal, além de mencionar a a recusa da Comissão Europeia de assumir alguma posição sobre qual forma de consolidação é mais susceptível a maximizar o bem-estar social. O principal objetivo de Rochet é mostrar a ideia de que as forças de mercado não necessariamente levarão a uma estrutura de indústria de compensação e liquidação socialmente eficiente.

O modelo é caracterizado pela presença de uma única CSD, dois bancos de custódias e um grande número de investidores. A CSD fornece serviços de depósito e liquidação, enquanto os bancos depositários fornecem serviços bancários complementares, como custódia, gerenciamento de contas, provisão de liquidez e empréstimos de valores mobiliários. Os dois bancos depositários competem para fornecer serviços diferenciados para satisfazer as necessidades dos investidores finais.

Rochet apresenta duas estruturas diferentes da indústrias: i) “modelo CSD”, onde a CSD trabalha de forma independente; ii) “modelo CSD(I)”, onde a CSD é integrada com um dos bancos depositários, podendo excluir o outro banco.

Rochet conclui que uma migração do “modelo CSD” para o “modelo CSD(I)” é capaz de induzir efeitos redistributivos que beneficiam os corretores e revendedores e penalizando os investidores de varejo. Isso ocorre porque a integração vertical implica em uma diminuição nos custos marginais de liquidação (levando a uma possível redução nas taxas de transação), acompanhada de uma diminuição da concorrência por fornecer serviços de negociação aos usuários finais, levando, em média, a um aumento nas taxas fixas cobradas para investidores.

O paper também expõe que uma das maneiras de evitar que a incumbente exerça seu poder de monopólio é ter um sistema regulatório onde a CSD tenha a obrigação de conceder acesso aberto a sua plataforma de custódia aos demais concorrentes e que os preços de acesso cobrado pela incumbente sejam coerentes.

¹⁰ Rochet, Jean (2005): “The Welfare Effects of Vertical Integration in the Securities Clearing and Settlement Industry”

Tapking e Yang (2004)¹¹ analisam diferentes formas de estruturas da indústria em um modelo com dois países (com intercâmbio entre eles) e duas CSDs. O estudo é dividido em quatro modelos: (i) separação completa (CS); (ii) integração vertical (VI) em cada país; (iii) integração horizontal puramente legal (LHI), ou seja, embora as CSDs sejam administradas pela mesma firma, elas operam com custos de transação diferentes; (iv) integração horizontal técnica (THI), ou seja, ambas as CSDs são incorporadas em um único sistema, não havendo custo de transação. De acordo com o artigo, o modelo THI domina todos os outros e além disso, eles concluem que o modelo VI é melhor do que o modelo CS. De acordo com o modelo, percebemos que as bolsas de valores e a CDS do mesmo país funcionam como complementos perfeitos, uma vez que as negociações na bolsa de valores requerem todo o funcionamento das liquidações na CDS. É por isso que a VI implica em um maior bem-estar do que a CS.

¹¹ Tapking e Yang (2004): “Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement”.

4. A estrutura do mercado de capitais no Brasil

No Brasil, a recente união entre a BM&FBovespa e a Cetip retomou o debate sobre as formas e estruturas de negociação utilizadas no mercado de capitais ao redor do globo. Isto porque o problema concorrencial foi colocado em destaque, uma vez que se trata de uma fusão entre empresas líderes de cada setor, sendo a BMF&Bovespa monopolista verticalizada no mercado de bolsa de valores mobiliários e a Cetip líder no mercado de balcão.

De acordo com Cristiane Alkmin Junqueira Schimdt, relatora do Voto Público do CADE¹², o problema central da união entre Cetip e Bovespa não é o que tange a concorrência atual, afinal a Cetip já era líder no mercado de renda fixa, além de não haver sobreposição no mercado de bolsa. O problema consiste na existência de barreiras significativas à entrada no mercado de negociações, uma vez que a fusão elimina os maiores concorrentes potenciais nos mercados de renda fixa e renda variável no país, pois é possível que B3 exerça de forma contundente o seu poder de mercado. Desta forma, segundo Cristiane, há total nexos de causalidade e seria um equívoco antitruste entender que não há problema concorrencial neste caso.

Considerando o fato de que a operação em análise se trata da fusão de dois agentes monopolistas em vários mercados onde tem se verificado baixo crescimento e dificuldades para a entrada de concorrentes, faz-se necessário a análise mais aprofundada das condições concorrenciais do segmento e do eventual aumento da probabilidade de exercício de poder de mercado por parte da BVMF após a operação, bem como das eficiências e deficiências dela decorrentes.

Diante disso, os tópicos listados abaixo têm a finalidade de analisar o funcionamento da organização industrial no mercado de capitais no Brasil e, como meio de comparação, também serão explicitados os modelos utilizados pelas maiores economias do mundo.

4.1. Experiência internacional

Em alguns países, inclusive no Brasil, o modelo de pós-negociação é caracterizado pela integração vertical total onde existe apenas um ambiente de negociação, uma única clearing

¹² Documento/Processo 0318512. CADE

e uma única CSD. Contudo, alguns países utilizam o modelo de integração não vertical, onde há concorrência entre os ambientes de negociação, clearings e CSDs.

Nos EUA, há dois modelos coexistentes no mercado de capitais. No modelo da Securities and Exchange Commission (SEC) há concorrência na negociação, mas há monopólio nos ambientes de pós negociação. Já no modelo da Commodity Futures Trading Commission (CFTC), há estruturas verticalizadas competindo entre si. No caso do modelo da SEC, segundo Wolkoff e Werner (2010)¹³,

“A reforma iniciada em 1970 (Securities Exchange Act) tinha como linha mestra a formação de um mercado nacional composto por inúmeros mercados concorrentes interconectados por soluções tecnológicas, com o intuito de preservar ou fomentar a concorrência sem gerar instabilidade ao sistema (isto é, sem aumentar o risco sistêmico).

De acordo com Okulier (2014), o resultado foi positivo, pois houve uma preocupação acerca do balanceamento entre os dois objetivos, em especial após a crise financeira iniciada em 2008 nos EUA. Um dos pontos era a discussão de que ter uma única clearing, por exemplo, poderia, ao contrário do que se pensava na época, aumentar o risco sistêmico.

No caso do modelo da CFTC, a formação de silos verticais, segundo o DoJ (2008)^[30], ampliou os efeitos de rede e dificultou a entrada de novos concorrentes, o que resulta em um olhar mais atento por parte do regulador e dos órgãos antitrustes (FTC e DoJ)”.

Na Europa, a Diretriz de Mercados de Instrumentos Financeiros II (MiFID II) criou uma nova categoria (para fins reguladores) de plataforma de negociação (um sistema de negociação organizado).¹⁴ Além da concorrência entre esses tipos de plataformas, poder haver concorrência entre as bolsas de valores tradicionais. Nos mercados primários, as bolsas podem competir com a finalidade de atrair a listagem de valores mobiliários, e também competir pelo valor das tarifas aplicadas, pelos padrões de listagem que impõem, e pela qualidade e quantidade do investimento de capital ao qual as companhias têm acesso em decorrência da listagem em bolsa, e a qualidade do mercado secundário.

Na América do Norte, a introdução da concorrências gerou alguns impactos positivos. De acordo com Barclay, Christie, Harris, Kandel e Schultz (1999)¹⁵ os spreads cotados e efetivos recuaram substancialmente após a implantação da reforma. Na Europa, a análise

¹³ WOLKOFF, Neal e WERNER, Jason. “The history of regulation of *clearing* in the securities and futures markets, and its impact on competition”. *Review of banking and financial law*, 2010-2011

¹⁴ Comissão Europeia (2010), ‘Review of the Markets in the Financial Instruments Directive (MiFID)’

¹⁵ Barclay, M., Christie, W., Harris, J., Kandel, E. e Schultz, P. (1999), ‘The effects of market reform on the trading costs and depths of NASDAQ stocks’ , *Journal of Finance*

apresentada na Oxera (2009) e Oxera (2011) conclui que, em toda a Europa, houve queda dos encargos por transação em plataformas de negociação durante o período.¹⁶

Tendo como precedentes as experiências internacionais, o debate acerca da estrutura industrial mais eficiente ganha ainda mais força. Por isso, o estudo sobre os benefícios e malefícios oriundos da estrutura vertical utilizada no modelo brasileiro é de extrema importância. Os tópicos abaixo será explicitado a estrutura utilizado no Brasil e quais são as vantagens e desvantagens providas por ela.

4.2. Estrutura industrial verticalizada

A estrutura brasileira de negociação, onde há monopólio em todas as etapas da cadeia de serviços (negociação, compensação, liquidação e depositária) e por ter um modelo do tipo “beneficiário final”, gerou impasses ainda maiores sobre as consequências que a fusão traria para o mercado brasileiro.

O modelo verticalizado possibilita que uma única companhia atue em todas as etapas da cadeia de serviços que um negócio realizado em bolsa percorre. Outra característica desse modelo de negócio é o elevado nível de alavancagem operacional, dada a predominância de custos fixos e a necessidade de possuir infraestrutura capaz de lidar com crescimento de volumes em espaço muito curto de tempo. No Brasil, tem-se o modelo do tipo “beneficiário final”. Isto quer dizer que, embora a CSD viabilize a liquidação das operações junto com as corretoras, ela precisa ter o registro das operações realizadas para cada investidor final, que está negociando com a corretora. Isto é, a CSD mantém contas de depósito e subcontas de garantias e coberturas em nome do beneficiário final, não da corretora.

Com a fusão entre a Cetip e a BM&FBovespa, surge a necessidade de analisar a probabilidade do exercício do poder de mercado, verificar as eficiências oriundas do ato de concentração e identificar os remédios que possam eliminar (ou ao menos dirimir) as preocupações concorrenciais e garantir que as eficiências sejam de fato repassadas para os consumidores.

¹⁶ Oxera (2011), ‘Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services’, relatório preparado para a European Commission DG Internal Market and Services, Maio.

4.2.1 Barreiras a entrada

Definimos como barreira à entrada como “qualquer fator em um mercado que coloque um potencial competidor em desvantagem com relação aos agentes econômicos estabelecidos”¹⁷. Quanto mais elevadas as barreiras à entrada, maiores são as escalas mínimas viáveis necessárias para viabilizar a entrada e menor é a probabilidade de que novas empresas consigam entrar no mercado. Os custos irrecuperáveis (sunk costs), a exclusividade de certos recursos que as empresas instaladas possuem, a fidelidade dos consumidores às marcas estabelecidas, as barreiras legais ou regulatórias, as economias de escala, de escopo e de rede e o grau de integração da cadeia produtiva são alguns fatores que constituem as mais convencionais barreiras à entrada.

Dentre tais fatores, é importante restringir o estudo àqueles que possuem maior relevância para os mercados objeto de análise, quais sejam: as barreiras legais e regulatórias, as economias de escala, as economias de escopo e o grau de integração da cadeia produtiva.

O grau de integração da cadeia produtiva pode aumentar os custos irrecuperáveis das entrantes potenciais ou exigir entrada em dois mercados ao mesmo tempo. Uma entrada em dois mercados exige um maior volume de capital e requer maiores capacitações tecnológicas e organizacionais.

No mundo, o papel da regulação no mercado de capitais tem sido cada vez mais importante na eliminação de barreiras à concorrência. Ela recai sobre dois tipos de competição: i) entre os mercados de bolsa e balcão; ii) entre as infraestruturas do mercado financeiro (IMFs).

De forma geral, nos mercados já com competição, como é o caso dos Estados Unidos e União Europeia, o Estado tem se preocupado basicamente em manter a concorrência sem aumentar o risco sistêmico, uma vez que os avanços tecnológicos e unificação de plataformas de bolsa e balcão trazem constantes desafios para os reguladores e para os órgãos de defesa da concorrência. Nos mercados com menor ou nenhuma competição, por sua vez, os reguladores e órgãos antitruste têm focado esforços na eliminação de barreiras à entrada, como é o caso brasileiro.

¹⁷ Schimdt, Cristiane (2017): “Voto – Versão Pública (processo nº 0318512)”

- Economias de escala, de escopo e de rede

As economias de escala, de escopo ou de rede dão aos incumbentes uma grande vantagem competitiva com respeito ao novo entrante, que terá que iniciar suas operações competindo com esse incumbente, devidamente instalado. As economias de escala são reduções nos custos médios derivadas da expansão da quantidade produzida, dados os preços dos insumos. Os custos médios podem diminuir, entre outros fatores, porque os custos fixos são uma parcela substantiva dos custos totais e, com aumento da produção, não há um crescimento proporcional destes custos, o que gera uma redução do custo marginal e médio. As economias de escopo são reduções nos custos médios derivados da produção conjunta de bens distintos, dados os preços dos insumos. Os custos médios podem diminuir, entre outros fatores, porque a ociosidade temporária ou persistente em equipamentos flexíveis pode ser utilizada para a fabricação de outros produtos. As economias de rede existem quando a utilidade individual de estar numa rede aumenta o fato de outros indivíduos estarem conectados nesta mesma rede. Com isto, o trabalho se torna mais colaborativo, rápido, efetivo e econômico.

O principal custo dos serviços de registro, depósito, negociação e pós-negociação diz respeito à construção de sistemas que possuam alta capacidade, confiabilidade e redundância. Portanto, quanto mais clientes são absorvidos pelo agente, ou quanto maior o volume negociado mais diluído será esse custo. Sendo assim, no sistema brasileiro de negociação e pós negociação, há economias de escala pois quanto maior o número de transações que ocorrem na bolsa de valores, menor é o custo médio.

As economias de rede igualmente favorecem uma escala mais ampla de negociações porque um grande mercado oferece mais probabilidades de se casar compradores e vendedores bem como mais liquidez para se absorver o impacto de uma determinada operação sobre o preço. Em decorrência dessas externalidades em liquidez, grande parte da literatura teórica sobre fragmentação de mercado argumenta que, desde que os sistemas de negociação e as preferências do investidor sejam as mesmas, as negociações têm uma tendência a rumar para o local de negociação mais líquido (Mendelson, 2004).¹⁸ O resultado é provavelmente um monopólio natural.

¹⁸ Vide Mendelson, H. (2004), 'Trading mechanisms and stock returns: An empirical investigation',

Deve-se ressaltar que a escala maior de atuação de uma bolsa ou do mercado de balcão significa, do ponto de vista do usuário, maior liquidez para os valores mobiliários ou ativos nela negociados, o que é uma das principais funções do mercado de capitais e uma grande vantagem competitiva no mercado. Além disso, a possibilidade de negociar diversos produtos por meio de uma única entidade também seria vista como uma vantagem competitiva pelos clientes, como ressaltado por Cristiane Alkmin Junqueira Schimdt (2017)¹⁹:

“Em nossa opinião, a fusão entre a BVMF e a Cetip deve permitir a criação de uma única bolsa/custodiante exposta a todos os segmentos relevantes do mercado de capitais. Isso tende a fortalecer a posição competitiva da companhia resultante da fusão, à medida que serviços e produtos diversos serão oferecidos por uma única entidade a todos os clientes/participantes interessados. Replicar tal modelo será, certamente, mais difícil, demorado e custoso, colocando a nova companhia em uma posição privilegiada em relação e a potenciais competidores, principalmente quando estes ainda estiverem no início de suas operações no país”.

Desta forma, as economias de escala, de escopo e de rede constituem uma barreira significativa para uma entrada bem-sucedida de uma nova requerente no mercado, tendo em vista que “os maiores custos e a menor liquidez dos valores mobiliários e dos instrumentos financeiros resultam em uma menor capacidade de rivalidade e de atrair clientes para o novo entrante”.²⁰

- Barreiras legais e regulatórias

As barreiras legais e regulatórias são aquelas criadas quando governo ou agências reguladoras que estabelecem requisitos mínimos para a instalação e funcionamento de uma empresa. No Brasil, as barreiras legais e regulatórias são criadas pelo próprio Estado, em especial nos reguladores setoriais, sendo a CVM e o BCB os principais responsáveis.

A CVM tem amplo poder normativo e poder sancionatório para punir os atos ilegais no mercado de capitais. Além disso, a CVM legitima a existência de mais de uma IMF

¹⁹ Schimdt, Cristiane (2017): “Voto – Versão Pública (processo nº 0318512)”

²⁰ CADE - SUPERINTENDÊNCIA-GERAL COORDENAÇÃO-GERAL DE ANÁLISE ANTITRUSTE 2

competindo em um dado mercado, porém, ela exige que o entrante no ambiente de negociação tenha ou contratar uma clearing.

No segmento de negociação, no segmento de clearing e no segmento de depósito centralizado e/ou registro de ativos financeiros e valores mobiliários (CSD), o entrante tem que obter autorização prévia do BCB e da CVM. Ainda, no caso específico do mercado de bolsa de valores, é exigida a intervenção de uma CCP como garantidora das operações. Além do custo da implementação da CCP, o seu funcionamento exige depósito de capital regulatório pela entidade administradora e garantias pelos investidores, que tendem a ser menores quanto maiores a escala e o escopo das atividades da CCP.

- Grau de integração da cadeia produtiva

Para que o funcionamento de uma operação no segmento de bolsa ou balcão ocorra, é necessária uma cadeia de diferentes serviços que possibilitam a negociação, compensação e liquidação dos ativos financeiros. Para a prestação de cada um desses serviços, autorizações devem ser obtidas juntos aos órgãos reguladores, além da implementação de sistemas.

Atualmente, apenas a BVMF e a Cetip são os únicos agentes que atuam de forma verticalizada no sistema de bolsa e de balcão, ou seja, são os únicos agentes que tem acesso de forma irrestrita a todas as fases e serviços que permitem que uma operação entre investidores ocorra. Desta forma, um agente que deseja entrar apenas no mercado de negociação, deverá contratar junto à B3, todos os serviços de pós negociação.

Dessa forma, um entrante no mercado de capitais brasileiro se defrontará com duas possibilidades: (i) arcar com os custos e constituir uma clearing própria; (ii) entrar apenas em um mercado e contratar os serviços ofertados por seus concorrentes, abdicando, para isso, uma parte da sua margem. Em qualquer uma das hipóteses, percebe-se que o cenário de verticalização dos mercados se tornou uma barreira significativa à entrada de novos agentes.

Além do mercado de negociação, os setores elétricos e de telecomunicações registram historicamente uma forte tendência a ter economias de escala nos custos operacionais e externalidades de rede na liquidez e, portanto, características de monopólio natural ou pelo menos de alta consolidação. Diante disso, é possível traçar um paralelo entre o monopólio

natural constituído pela bolsa de valores brasileira e o serviço de telefonia americana, que até os anos 70 exercia um grande poder de monopólio na distribuição de seus serviços.

4.3. Traçando um paralelo com o caso AT&T

Quando um determinado mercado possui um grande player cuja estrutura seja um monopólio verticalizado, há significativa barreira à entrada. Isto advém do fato do incumbente dar tratamento discriminatório aos entrantes, pois uma vez que o entrante não possui todas as plataformas e recursos necessários para tornar-se tão competitivo quanto o incumbente, ele deve negociar com o monopolista verticalizado. O aumento do custo do rival e regras de acesso falhas também são formas de barreiras à entrada.

O caso mais famoso que exemplifica as causas e consequências de um monopólio natural é a antiga estrutura do Sistema de Telecomunicações dos Estados Unidos. A AT&T (American Telephone and Telegraph) é uma companhia americana que opera no setor de telecomunicações. Ela provê serviços de telecomunicação de voz, vídeo, dados e internet para empresas, particulares e agências governamentais.

Por muitos anos, a AT&T foi a maior companhia telefônica e a maior operadora de televisão a cabo do mundo, chegando a cobrir 94% do território americano, constituindo um monopólio natural. A presença de significativas economias de escala e de escopo em relação ao tamanho do mercado, fazia com que este comportasse somente uma planta de escala mínima eficiente (com custo médio mínimo de longo prazo). Em outras palavras, o princípio fundamental, formulado pelo presidente da AT&T em 1907, era que o telefone, pela natureza de sua tecnologia, operaria de forma mais eficiente com uma rede única.

Nos anos de 1950 a 1960, o conjunto de inovações introduzidos no setor de telecomunicações somente veio reproduzir e reforçar as condições que davam origem a situação de monopólio natural, ou seja, com a introdução de novas tecnologias que aumentavam a importância das economias de escala e de escopo, bem como dos custos irrecuperáveis.

No entanto, a partir dos anos 70, “a significativa mudança na direção do progresso técnico começou a alterar a estrutura do setor, rompendo com a ideia de que a indústria de telecomunicações deveria sempre ser um monopólio natural. As fibras ópticas, a microeletrônica e o advento da telefonia sem fio permitiram o surgimento de novos serviços

e novas formas de se oferecer antigos serviços, bem como diluíram as fronteiras inter e intra-setoriais”²¹.

Desta forma, a estrutura monopolista e verticalmente integrada do setor não tinha mais tanto sentido econômico e o foco da regulação, que antes era voltado na atuação e funcionamento deste tipo de mercado, passou a se confrontar com o desafio de reestruturar a configuração do setor e regular os mercados que poderiam entrar na competição.

As mudanças começaram a ser implementadas com a reestruturação do setor de telecomunicações. Essas mudanças implementadas foram motivadas sobretudo por considerações de caráter vertical. A concorrência em segmentos potencialmente competitivos, em especial nos mercados de longa distância, estava sendo inviabilizada pelo poder da AT&T que detinha grande parte da infraestrutura de redes locais e negava e/ou dificultava o acesso a este insumo essencial. Desta forma, a AT&T foi dividida em uma operadora que cuidava das chamadas de longa-distância e em sete operadoras que cuidavam das chamadas locais (Regional Bell Operating Companies - RBOCs ou Baby Bells).

Em um primeiro momento, as operadoras locais foram impedidas de prestar serviços de longa-distância fora de suas regiões de atuação. Posteriormente, as RBOCs foram permitidas a atuar no mercado de longa-distância dentro de suas regiões, desde que comprovassem terem cumprido alguns requisitos que envolvem desvinculação, interconexão e preço de acesso. Em outras palavras, as operadoras locais deveriam demonstrar que estão sujeitas a competição em seus mercados locais e que forneceriam acesso não discriminatório e adequado às suas redes.

4.4. Os benefícios da integração vertical

A fusão ou ato de concentração entre duas empresas que atuam no mesmo mercado podem causar eliminação da concorrência potencial e criar barreiras à entrada. Contudo, os atos de concentração podem também produzir efeitos positivos na economia. Não há consenso no meio econômico se uma fusão é prejudicial ao bem-estar econômico ou não. Desta maneira, é interessante verificar o efeito líquido da operação, por meio de uma análise de custos vis-à-vis os benefícios, e se caso a operação gerar um efeito líquido não-negativo,

²¹ “O Modelo Brasileiro de Telecomunicações: Aspectos Concorrenciais e Regulatórios” - Equipe Técnica da Seae

ela pode ser aprovada. Em outras palavras, o efeito não-negativo será gerado, e de certa forma aprovado, se as eficiências forem maiores ou iguais aos custos gerados pelo aumento do provável exercício do poder de mercado.

De acordo com o Guia de Análise de Concentrações Horizontais do Cade, as eficiências apresentadas (i) devem ser específicas da operação, não sendo passíveis de aquisição de outra forma com menor impacto à concorrência; (ii) devem ser verificáveis e prováveis;¹⁴⁴ e (iii) devem ser repassadas aos consumidores em determinado grau. Além disso, a jurisprudência do Cade traz um requisito adicional para a aceitação da eficiência, que diz respeito ao seu alcance em um período inferior a 2 (dois) anos.

De acordo com a Assembleia Geral Extraordinária da BM&FBovespa, a integração das atividades das duas empresas reforçará significativamente o modelo de negócio da companhia combinada, na medida em que ampliará o grau de diversificação de receitas, proporcionará às instituições financeiras, custodiantes, agentes de escrituração, gestores de recursos e corretoras a consolidação de seus processos e sistemas de backoffice e tesouraria, com significativa redução de custos e de riscos operacionais para todo o sistema financeiro, além do ganho de eficiência na interação com os órgãos de supervisão dos mercados financeiro e de capitais. Além das eficiências de custos, um dos principais ganhos do novo negócio será a maior eficiência de capital para os clientes, dada a possibilidade de se utilizar derivativos de balcão e de bolsa em uma mesma contraparte central.

As requerentes fizeram uso de uma vasta literatura econômica para contrapor o argumento de concorrência potencial. Rubinovitz (2008)', em artigo que trata especificamente da questão dos custos fixos em análises de eficiência em casos antitruste, afirma que o papel das reduções de custos fixos passa a ser mais relevante se uma operação é avaliada considerando um horizonte temporal mais ampliado (longo prazo) ou em um contexto dinâmico. No longo prazo, o autor destaca que todos os custos são variáveis, mesmo aqueles identificados como fixos no curto prazo.

Além da questão do horizonte temporal mais longo, Rubinovitz (2008) discute ainda a influência das eficiências dinâmicas nas análises de casos de fusões. Em um contexto de eficiências dinâmicas, reduções de custos fixos são um importante mecanismo para reinvestimentos que permitem que as empresas melhorem suas tecnologias produtivas e a qualidade de seus produtos, gerando benefícios inequívocos ao consumidor.

Diante do que foi exposto, o autor afirma que mesmo não havendo um modelo teórico que explique exatamente como se dá o repasse das reduções dos custos fixos para os preços da empresa, não se pode negar os efeitos de redução de custos fixos em análises de eficiência.

As requerentes entendem que as condições indicadas acima são fundamentais e devem ser levadas em consideração no debate sobre eficiência antitruste, uma vez que os resultados (i) são significativos e geram melhoria para o bem-estar do consumidor (clientes, diretos e indiretos das Requerentes); e (ii) geram incentivos para a empresa combinada melhorar a qualidade dos seus serviços.

Tanto a Cetip quanto a BM&FBovespa acreditam que as fusões, além de gerarem reduções em custos fixos que se refletem em menores custos médios por transação, também geram economias de capital humano, software e hardware, uma vez que os clientes passam a acessar uma única plataforma. As empresas também afirmam que os clientes podem se beneficiar de todas as sinergias através do pagamento de taxas mais baratas, considerando que as reduções de custos sejam repassadas, conforme defendem Pagano e Padilha (2005)²².

Por fim, deve-se ressaltar que a escala maior de atuação de uma bolsa ou do mercado de balcão significa, do ponto de vista do usuário, maior liquidez para os valores mobiliários ou ativos nela negociados, o que é uma das principais funções do mercado de capitais e uma grande vantagem competitiva no mercado.

4.5. A atuação do Cade na fusão BM&FBovespa e Cetip

Em março de 2017, o Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprovou a fusão entre a BM&FBovespa e a Cetip. A aprovação se deu com restrições, uma vez que a entidade acredita que os mercados de atuação de ambas as requerentes apresentam elevadas barreiras à entrada, principalmente no que se refere ao acesso da infraestrutura de serviços de central depositária (CSD). O Cade entendeu que esse mercado possui elementos de monopólio natural, motivo pelo qual seria ineficiente a existência de outra central depositária no país.

²² Pagano, M., Padilla, J. (2005): "Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment. A report for Euronext. Non-confidential version".

Diante disto, “para dar aval ao negócio, as empresas assumiram compromissos por meio de um Acordo em Controle de Concentração – ACC, de modo a garantir o acesso de terceiros à infraestrutura das requerentes em condições justas, transparentes e não-discriminatórias. Além disso, o acordo prevê que as compromissárias estão obrigadas a empreender período de negociação de até 120 dias com qualquer interessado na contratação da prestação de serviços de central depositária e, no caso de fracasso nas negociações, o potencial entrante poderá acionar mecanismo de arbitragem para solucionar controvérsias”.²³

Para contrapor as preocupações lançadas, “o Tribunal Administrativo de Defesa Econômica traz uma posição convergente com relação à utilização de regras de governança corporativa para internalizar a contribuição de clientes para gestão da infraestrutura, o que mitiga as preocupações concorrenciais relacionadas à estrutura decisória da BVMF/Cetip. O empoderamento de clientes e de minoritários acrescido à utilização de Conselheiros independentes é uma sistemática que cria sinergia com medidas aplicadas pelos reguladores para mitigar a força dos controladores”²⁴.

Para o Cade, ter a garantia de que as “Regras de acesso aos IMFs” funcionarão plenamente é um requisito necessário, mas não suficiente para que se verifique a entrada de uma IMF em qualquer um dos três segmentos. Ainda que as entrantes tenham acesso garantido de forma não discriminatória, é necessário garantir condições comerciais razoáveis, bem como garantir que o custo cobrado pelo incumbente seja coerente.

A proposta do Comitê de Produtos e Precificação concede aos clientes, por exemplo, poderes em relação à diretriz de preço e exige quórum mínimo de deliberação bastante elevado a fim de possibilitar amplo e irrestrito acesso dos clientes a debates importantes. Assim, uma eventual elevação de preço só será aprovada se tiver a concordância de quem tem autorização de acesso e o repasse desse aumento só será realizado com o apoio do próprio mercado, o que evidencia uma das diversas possibilidades de reequilíbrio das forças negociais e de gestão entre clientes e BVMF/Cetip.

²³ Citação retirada do site: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-aprova-com-restricoes-operacao-entre-bm-fbovespa-e-cetip>>

²⁴ Voto vogal (nº 0318321): Gilvandro Vasconcelos Coelho de Araújo

Diante do acima exposto, a regulação foi a única forma encontrada pelo Cade para evitar que haja discriminação por parte do incumbente. O preço dos serviços cobrados pela BVMF/Cetip ao IMF-entrante (isto é, a política comercial acordada entre as partes privadas) deve ser formalizada em um contrato bilateral entre os dois entes privados, sem a participação dos reguladores (mas que darão o aval para a IMF-entrante operar). Além disso, tal política comercial deve ser calcada em dois princípios básicos: (i) que existam parâmetros objetivos para orientar as negociações; e (ii) que exista uma forma de lidar com o insucesso de um acordo entre as partes, que neste caso será através de um Tribunal Arbitral privado.

5. Conclusão

No Brasil, a BVMF e a Cetip, são os principais órgãos do mercado de capitais. A fusão entre as duas companhias, concluída em 2017, fomentou o debate acerca de qual organização industrial do mercado de capitais, em especial a estrutura de negociação e pós-negociação, é mais eficiente para a economia.

Em alguns países, inclusive no Brasil, a estrutura de negociação e pós-negociação é caracterizado pela integração vertical total onde existe apenas um ambiente de negociação, uma única clearing e uma única CSD. O modelo verticalizado possibilita que uma única companhia atue em todas as etapas da cadeia de serviços, sendo eles, negociação; (ii) compensação/liquidação; (iii) depósito/registro. Já o modelo não verticalizado, utilizado pelos EUA e pelos países da Europa, possibilita que haja concorrência entre o ambiente de negociação e entre clearings, mas não na CSD, onde há monopólio.

A recente história brasileira nos mostra, na prática, que o modelo utilizado tem imposto barreiras à entrada de novos concorrentes, principalmente no ambiente de negociação. Os potenciais entrantes se deparam com uma estrutura verticalizada que os colocam em uma situação de dependência do incumbente, uma vez que precisam ter acesso a toda estrutura essencial para a sua atuação (compensação e depósito).

De acordo com o que foi debatido em todo o trabalho, as economias de escala, de escopo e de rede constituem uma barreira significativa para uma entrada bem-sucedida de uma nova requerente no mercado. Com essas barreiras à entrada, o incumbente pode cobrar um preço abusivo para os serviços de uma IMF-entrante no segmento da negociação ou de uma IMF-entrante no segmento da clearing.

Contudo, os benefícios provenientes de um sistema totalmente integrado são muitos. A integração das atividades das duas empresas reforça significativamente o modelo de negócio, na medida em que amplia o grau de diversificação de receitas, proporciona às instituições financeiras e corretoras a consolidação de seus processos e sistema, com significativa redução de custos e de riscos operacionais para todo o sistema financeiro, além do ganho de eficiência na interação com os órgãos de supervisão dos mercados financeiro e de capitais.

Além disso, a combinação de negócios permitirá no médio e longo prazos a extração de sinergias para a empresa combinada, com a redução de áreas e sistemas redundantes. Para o mercado, espera-se que a unificação de sistemas reduza os custos de conexão, caso haja integração das plataformas de conexão. Além disso, à medida que a integração evolui, também se espera que serviços existentes sejam otimizados, reduzindo os custos de operação das corretoras.

Se por um lado o objetivo da integração é buscar benefícios através de ganhos de eficiência e de escala, juntando a experiência das duas empresas trazendo ainda mais robustez ao mercado, podendo oferecer serviços e produtos como mais alto padrão de excelência, por outro lado é importante ressaltar a preocupação relativa a pratica de preços adequados e continuidade de investimentos em melhorias necessárias ao bom funcionamento do mercado que podem eventualmente estar sob risco dada a eliminação da concorrência gerada por essa fusão (CITIBANK, 2017)²⁵.

Diante disso, para que os benefícios dessa fusão sejam maiores que os custos, ou seja, para que o efeito líquido da operação seja positivo, é necessário que os órgãos públicos sejam capazes de neutralizar ou ao menos diminuir os efeitos negativos causado pela estrutura vertical. Em outras palavras, o mercado deve ser altamente regulamentado.

A regulamentação deverá acontecer via parametrização de preços e qualidade dos serviços de negociação e pós-negociação oferecidos no Brasil. Essa opção implicaria colocar em prática a parametrização regular das tarifas cobradas pela atual provedora de infraestrutura, tendo por comparação referências internacionais. Nas situações em que houver indícios de anomalias, elas poderão desencadear investigações mais detalhadas apontando se as diferenças entre os mercados são decorrentes de diferenças no escopo ou qualidade dos serviços.

Além disso, os órgãos reguladores deverão desenvolver uma supervisão que capte o índice de acessibilidade das plataformas em que a B3 tem monopólio, isto é, verificar se a incumbente está dificultando o acesso dos possíveis concorrentes nas plataformas de pós-negociação. Através da coordenação do Estado, as empresas devem assumir o compromisso de garantir acesso de terceiros à infraestrutura e garantir condições comerciais razoáveis para os possíveis concorrentes.

²⁵ Resposta ao ofício nº 3480/2016/CADE (documento SEI nº 0231646)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

LEITE, Marcelo. **A BM&FBOVESPA: A CONSTRUÇÃO DE UM MERCADO NACIONAL DE BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS NO BRASIL**. Tese de pós-graduação, Rio de Janeiro, URFJ, 2011.

RUDGE, Luiz F. e CAVALCANTE, F. **Mercado de Capitais**. 3ª ed.rev. Belo Horizonte, MG: CNBV, 1996.

Site do CADE. **Voto Versão Pública**. Disponível em:

<[Site da B3. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/>>](http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?iFweHykMFHN48JqkAJdNALcA0imudRMJpSwHZddqWSo8dDTR8uhzOrJNolgo6uc-ds-lQxDzF3i7pDezOlnKGQ,>></p></div><div data-bbox=)

Site da CETIP. Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/>>

Site da BM&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm>

TEIXEIRA, Marco Aurélio. **Mercados futuros: fundamentos e características operacionais**. São Paulo: BM&F, 1992.

Equipe Técnica da SEAE. **O Modelo Brasileiro de Telecomunicações: Aspectos Concorrenciais e Regulatórios**, 2012.

LEAL, Sayonara. **OS MOVIMENTOS EM TORNO DA QUEBRA DO MONOPÓLIO ESTATAL NO SISTEMA DE TELECOMUNICAÇÕES NO BRASIL: A EVOLUÇÃO DO SETOR DOS ANOS 80 À LEI GERAL DE TELECOMUNICAÇÕES (LGT)**. Sergipe, 2000.

Parecer Técnico n.º 25/CGAA2/SGA1/SG/CADE. **SUPERINTENDÊNCIA-GERAL E COORDENAÇÃO-GERAL DE ANÁLISE ANTITRUSTE**, 2016.

Oxera (2012). **Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?**.

CADE (2016). **Análise de atos de concentração horizontal**.

OKULIAR, Alexandre. **Financial exchange consolidation and antitrust: is there a need for more intervention?** 2014

Gilvandro Vasconcelos Coelho de Araújo (2017). **CADE/Voto vogal (nº 0318321)**

Pagano, M., Padilla, J. (2005): **Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext natural experiment. A report for Euronext.**

PRADO JR, C. **História Econômica do Brasil**. São Paulo, SP: Brasiliense, 38ª ed, 1990.

BM&FBovespa (2010). Estrutura do pós trade

Paulo Burnier da Silveira (2017). **CADE/Voto Vogal (nº 0316888)**

Pirrong, Craig (2007): **The Industrial Organization of Execution, Clearing and Settlement in Financial Markets**

Rochet, Jean (2005): **The Welfare Effects of Vertical Integration in the Securities Clearing and Settlement Industry**

Tapking e Yang (2004): **Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement**

