

A REGULAÇÃO PODE SER ANTICOMPETITIVA? UMA ANÁLISE DO MERCADO DE CAPITAIS A PARTIR DO CASO CETIP/BVMF

Can regulation be anticompetitive? An analysis of the stock market based on the Cetip/BVMF case

Submetido(submitted): 19/12/2018

Parecer(revised): 08/01/2019

Aceito(accepted): 20/05/2019

Isabela Maiolino*

Abstract

Purpose – This article addresses the regulatory aspects of the stock market focusing on the stock exchange. It analyzes the merger between Cetip S. A. – Organized Market (Cetip) and BM&F Bovespa (BVMF), currently called “B3 – Brasil, Bolsa, Balcão”, and how possible changes in the existing regulation may promote competition in the sector.

Methodology/approach/design – The work uses descriptive methodology, based on research in current laws and regulations, as well as in basic and specialized literature on the subject, with a qualitative approach.

Findings – The following regulatory problems were identified: The need to deposit a large amount of money to initiate the authorization procedure by the Central Bank to ensure the fulfillment of the companies’ obligations, the obligation of a clearing agent to provide post-trading services and the need to submit documents related to post-trade during the procedure at the Central Bank.

Keywords: Stock market. Capital market. Competition. Essential facility. Regulation of monopolies.

Resumo

Propósito – O presente artigo estuda os aspectos regulatórios do mercado de capitais, mais especificamente da bolsa de valores. Analisa os desdobramentos da operação de fusão entre Cetip S.A. – Mercados Organizados (Cetip) e BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (BVMF), que resultou na atual B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, e como eventuais alterações na regulação existente poderiam promover a concorrência no setor.

*Assessora técnica da Secretaria Nacional do Consumidor, do Ministério da Justiça e Segurança Pública. Mestranda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB). Bacharel em Direito pelo Instituto Brasiliense de Direito Público (IDP). Advogada inscrita na OAB/DF. Foi Assistente e Coordenadora-Substituta da Superintendência-Geral do Cade, tendo atuado com investigação de cartéis, condutas unilaterais e instrução de atos de concentração, de 2015 a 2018. Diretora de Publicações da rede Women in Antitrust Brasil. E-mail: maiolinoisabela@gmail.com.

Metodologia/abordagem/design – O trabalho utiliza metodologia descritiva, a partir de pesquisa em regulações e leis vigentes, bem como em bibliografia básica e especializada sobre o tema, com abordagem qualitativa.

Resultados – Foram identificados os seguintes problemas referentes à regulação: necessidade de um alto depósito de dinheiro no início do processo de autorização do Banco Central para garantir o cumprimento das obrigações, a obrigatoriedade de uma central de serviços de compensação e liquidação prestar serviços de pós negociação e a necessidade de apresentação de documentos referentes à pós negociação ao longo do processo no Banco Central.

Palavras-chave: Bolsa de valores. Mercado de capitais. Concorrência. *Essential facility*. Regulação de monopólios.

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é relevante para o desenvolvimento econômico de um país, pois é “o grande muniador de recursos permanentes para a economia” (NETO, 2006). As empresas que nele atuam

“possibilitam a canalização da poupança dos agentes superavitários para investimentos produtivos de grande porte, pois tem uma grande quantidade de sócios, criam emprego e renda para a população, além da circulação de numerário e investimentos estrangeiros” (GIRÃO, 2012).

Apesar de primordial para o desenvolvimento de um país, o mercado de capitais, especificamente a bolsa de valores e o mercado de balcão, é normalmente concentrado. Na maioria dos países quando não se trata de um monopólio, é um oligopólio (CADE, 2016c).

Até recentemente, existiam duas empresas que prestavam serviços no mercado de capitais no Brasil: a Cetip, que era a empresa líder no mercado de balcão, e a BVMF, que atuava de forma minoritária no mercado de balcão e já era monopolista no mercado de bolsa de valores.

Em 2017, foi aprovada, com restrições, a fusão entre a Cetip e a BVMF (CADE, Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11). Com isso, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) passou a ser a única empresa prestadora de serviços de administração e negociação, de compensação e liquidação de valores mobiliários (*clearing*) e de depósito centralizado nos mercados de bolsa de valores e balcão.

Tendo em vista que um potencial entrante, no caso ATS e ACS, ao tentar atuar na bolsa de valores, encontrou dificuldades não só supostamente impostas pelo monopolista, mas também criadas pela regulação existente, é essencial analisar como a regulação do mercado de capitais pode ser anticompetitiva, e

quais seriam as possíveis mudanças para promover a concorrência em um mercado que tem o potencial de movimentar parcela significativa da economia brasileira¹.

Para isso, o presente artigo busca mapear os principais problemas regulatórios do mercado de capitais que se apresentam como inibidores à entrada de novos agentes – o que, conforme será visto, é uma das consequências mais comuns dos aspectos anticompetitivos da regulação. Apesar de diversos trabalhos acadêmicos tratarem de questões que envolvem o mercado de capitais², não foi possível encontrar produções que aprofundassem o assunto em relação às consequências causadas, ao mercado de capitais, tanto pela fusão entre a Cetip a BVMF quanto pelos problemas regulatórios existentes.

O primeiro tópico do artigo fará uma breve descrição do funcionamento, estrutura e regulação da bolsa de valores. Depois, serão introduzidos os conceitos de monopólio e monopólio natural, explicando-se porque alguns segmentos da bolsa de valores se enquadram nesta categoria. O tópico subsequente tratará da fusão entre a Cetip e a BVMF, desde a submissão do Ato de Concentração até a homologação do acordo pelo Cade. O quarto tópico faz uma análise crítica da regulação do mercado de capitais e elencará possíveis mudanças regulatórias de incentivo à concorrência. Por fim, será exposta a conclusão da pesquisa.

O MERCADO DE CAPITAIS E A BOLSA DE VALORES

O mercado de capitais, parte do Sistema Financeiro Nacional, pode ser considerado um subsistema do mercado financeiro (EIZIRIK, 1977) e entendido como “o ambiente de negócios onde são transacionados valores mobiliários” (ALONSO, 2009), como bem explica Mosquera:

“o mercado de capitais representa o conjunto de operações realizadas entre pessoas físicas, jurídicas e demais entidades equiparadas consistentes na transferência de recursos financeiros de forma direta entre detentores e tomadores de capital, no qual as entidades financeiras participam, em regra, como intervenientes obrigatórias nos negócios realizados” (MOSQUERA, 1999).

¹ Nesse sentido, manifestação e voto da Conselheira Relatora Cristiane Alkimin no Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11. De acordo com a Conselheira, um mercado de capitais bem desenvolvido estimula o crescimento econômico de um país (CADE, 2016c).

² Nesse sentido, menciona-se: (DEMARCO, 2008); (YAZBEK, 2013); (MELLO, 2017); (GONÇALVES, 2011).

No Brasil, a legislação optou por também denominar o mercado de capitais como mercado de valores mobiliários, sendo que alguns autores chegam a defender que os termos são sinônimos (KÜMPEL, 2007)³.

Esse mercado pode ser dividido em dois segmentos: (i) mercado primário, no qual ocorrem as emissões de valores mobiliários pelas companhias, permitindo, assim, a captação de recursos junto à economia popular; e (ii) mercado secundário, que consiste em um ambiente de negociação desses valores diretamente entre os investidores. Esse segundo mercado conta com duas estruturas de negociação: a bolsa de valores, mercadorias e futuros e o mercado de balcão organizado, ambos com o principal objetivo de “organizar, manter e fiscalizar um local ou sistema adequado e seguro para a realização de operações de compra e venda de valores mobiliários” (EIZIRIK, GAAL, *et al.*, 2011)

O mercado de balcão organizado é mais flexível, haja vista permitir que as operações se adequem às necessidades dos participantes dos mercados (YAZBEK, 2013). Esse mercado, que possui um menor custo e exige menos obrigações, tem atribuições preponderantemente bilaterais, as quais ocorrem sem a necessidade de uma contraparte central (CCP).

Por sua vez, a bolsa de valores se caracteriza por ser um mercado mais líquido, cujas operações são padronizadas e os custos de negociação são altos em razão da infraestrutura mais complexa. Além disso, as negociações em bolsas de valores são necessariamente interpostas por uma contraparte central (CCP), o que, apesar de garantir maior segurança, exige que todos os participantes realizem um depósito de garantia.

³ No presente artigo, os termos mercado de capitais e mercado de valores mobiliários serão usados como sinônimos para facilitar a compreensão pelo leitor, já que são usados como tal pela legislação.

Ainda que diferentes, os referidos mercados possuem estruturas muito parecidas, que podem ser divididas em três sub-mercados de serviços: (i) administração e negociação; (ii) compensação e liquidação de valores mobiliários; e (iii) registro ou depósito centralizado, conforme mostram os quadros-esquema abaixo:

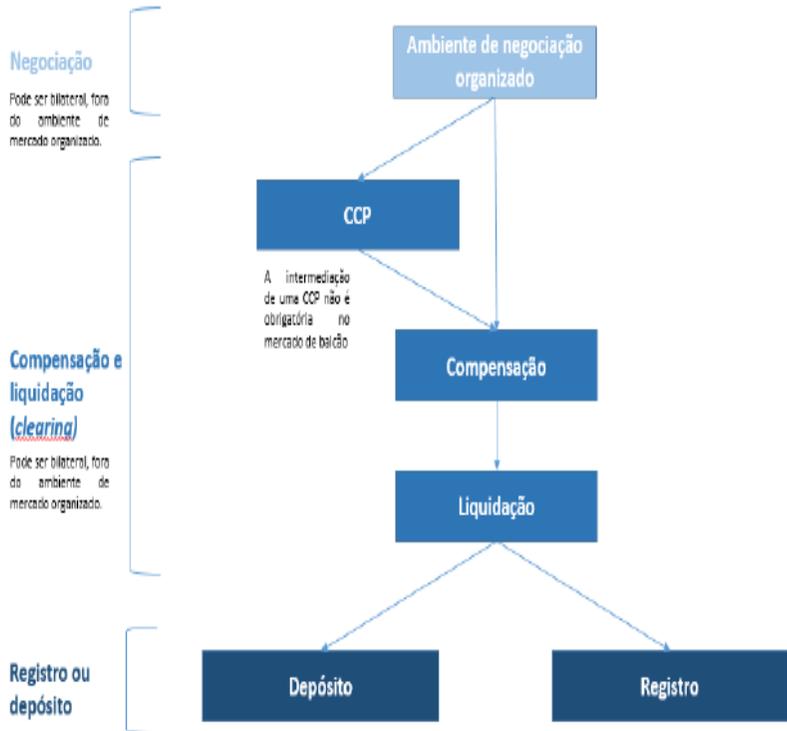


Figura 1 – Estrutura do segmento de balcão organizado

Fonte: Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Parecer nº

25/2016/CGAA2/SGA1/SG/CADE, Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.



Figura 2 – Estrutura do segmento de bolsa de valores, mercadorias e futuros

Fonte: Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Parecer nº

25/2016/CGAA2/SGA1/SG/CADE, Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.

Os serviços de administração e negociação tratam do fornecimento de um ambiente seguro para que compradores e vendedores possam realizar suas transações.

Os serviços de compensação e liquidação de valores mobiliários, que ao longo do artigo serão denominados *clearing*, são responsáveis pela extinção de obrigações e apuração da posição líquida de cada participante após a realização de operações. É possível que esses serviços sejam ou não interpostos por uma contraparte central, que é obrigatória no mercado de bolsa de valores, mas não no mercado de balcão organizado.

De acordo com o Banco Central do Brasil, as funções de uma contraparte central são definidas da seguinte forma:

“As câmaras que assumem a posição de contraparte central ficam sujeitas aos riscos de liquidez e de crédito das operações cursadas em seus sistemas. Para se proteger desses riscos, uma CCP se utiliza de garantias individuais depositadas pelos participantes, de capital próprio, de salvaguardas adicionais, geralmente na forma de fundos mutualizados e de linhas de crédito contratadas com provedores de liquidez. O risco de principal é mitigado por meio do mecanismo de entrega contra pagamento (ÉcP), ou de

pagamento contra pagamento (PcP), que garante que obrigações recíprocas sejam mutuamente condicionadas” (BACEN, 2015).

Por fim, o depósito centralizado de valores mobiliários, regido pela Lei nº 12.810/13 e pela Instrução nº 541/13 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é realizado por uma central depositária, entidade responsável pela guarda centralizada de ativos financeiros e valores mobiliários, pelo controle de sua titularidade efetiva e pelo tratamento de seus eventos de pagamentos relacionados a cada ativo.

Tecnicamente essas atividades podem ser prestadas de forma independente, mas, no Brasil, apenas a B3 presta os três serviços de forma verticalizada em regime de monopólio – cujo conceito e particularidades regulatórias serão explicados a seguir.

Bolsa de valores e monopólio

Um monopólio ocorre quando existe um único vendedor de uma mercadoria ou serviço em um determinado mercado (VARIAN, 2006), e, sendo este o único a fornecer o produto ou serviço, tem influência sobre o preço, motivo pelo qual pode escolher tanto o preço quanto o nível de produção de forma a maximizar os seus lucros (VARIAN, 2006).

Antes da fusão entre a Cetip e a Bovespa, o mercado de capitais brasileiro funcionava em um regime de duopólio, que ocorre quando apenas duas empresas atuam na prestação de um serviço. No caso, a Cetip atuava como líder no mercado de balcão e a B3 no mercado de bolsa de valores, atuando de forma residual no mercado de balcão.

Um monopólio é natural quando há um custo fixo alto e um custo marginal baixo para que um agente atue em um determinado mercado (VARIAN, 2006). Em outras palavras, trata-se de uma situação na qual uma firma produzindo um único produto homogêneo é mais econômica do que se duas ou mais empresas produzissem o mesmo produto (JOSKOW, 2007).

É o que ocorre na bolsa de valores, ao menos no mercado de pós negociação (central depositária). No caso, mesmo em países nos quais há mais de uma bolsa de valores, é comum existir apenas uma central depositária em razão dos altos custos. É o que ocorre na União Europeia e nos Estados Unidos, conforme imagem a seguir:

América	Estados Unidos	NASDAQ Stock Market	DTCC	NSCC/DTCC	
		NASDAQ BX/ NASDAQ PHLX			
		BATS BZX/ BATS BYX			
		BATS EDGA/ BATS EDGX			
		C2 Options/ CBOE			
		BOX Options			
		Chicago Stock Exchange			
		ISE/ ISE Gemini/ ISE Mercury			
		Miami International Sec Exchange			
		The investors exchange			
National stock exchange	ICE Clear US				
NYSE ARCA					
NYSE/ NYSE MKT					
Canadá		TMX Group	TMX Group Clearing	TMX Group Depository	
Brasil		BM&F Bovespa	BM&F Bovespa Clearing	BM&F Bovespa Depositária	
Chile		Bolsa de comercio de Santiago	Bolsa de comercio de Santiago	Bolsa de comercio de Santiago	
Europa		Holanda	Euronext Group	ICE Clear	Euroclear
		Bélgica			
		França			
		Reino Unido	Irish stock exchange	LCH Clearnet	
		London stock exchange	Euroclear		
	Suécia	Nasdaq OMX Nordic exchange	NASDAQ Clearing AB		
	Alemanha	Deutsche Börse	Eurex Clearing AG	Clearstream Banking A.G.	
	Espanha	BME Spanish exchanges	BME Clearing	IBERCLEAR	
		BATS Group	Euro CCP		
	Itália	Borsa Italia	Cassa Compensazione e Garanzia (LSE Group)	Monte Titoli S.P.A.	
	Suíça	SIX Swiss exchange	SIX Swiss exchange	SIX Swiss exchange	
	Rússia	Moscow exchange group	Moscow exchange group	Moscow exchange group	

Figura 2: Estrutura do segmento de bolsa em países da Europa, da América do Norte e da América do Sul

Fonte: Parecer LCA Consultores. Disponível no sítio eletrônico do Cade, apresentado no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11

Nesse sentido, é normal que os países tenham apenas uma central depositária, mesmo que se haja uma ou mais *clearings*, já que, havendo um monopólio natural, torna-se desvantajoso que outros agentes atuem nesse mercado em razão das economias de escala.

Por outro lado, os serviços de negociação e compensação, apesar de funcionarem em regime de monopólio no Brasil, podem também funcionar com

mais empresas no mercado. É o que a ATS Brasil S.A. (ATS) e a Americas Clearing System S.A. (ACS) buscam fazer.

Mesmo antes da aprovação da fusão entre Cetip e BVMF, a ATS, empresa que buscava atuar na bolsa de valores, já tentava contratar os serviços de compensação, liquidação e pós negociação (depósito central) da BVMF. Inicialmente, a BVMF justificou que não poderia prestar o serviço de compensação e liquidação, motivo pelo qual a ATS decidiu criar a sua própria *clearing*, a ACS.

No entanto, segundo a ATS e a ACS, mesmo após a criação da *clearing*, a BVMF se recusou a negociar, apresentando preços em dissonância com o mercado mundial, o que levou à instauração de um Inquérito Administrativo pelo Cade.

O ponto central da discussão é que a ATS quer que sua *clearing*, câmara de compensação e liquidação de ordens econômicas e transferência de ativos (ACS), tenha acesso à central depositária de ativos da B3. A ATS até poderia criar sua própria central depositária, mas além de depender de aval dos órgãos reguladores, como a CVM e o Banco Central, o custo de construção da infraestrutura seria muito elevado.

Regulação da bolsa de valores

A exposição de motivos da Lei n° 6.385/76, que criou a CVM e instituiu o novo marco regulatório do mercado de capitais brasileiro, fornece a intenção do legislador com a norma:

A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.

A Lei n° 6385/76 delimita as funções da CVM e do Conselho Monetário Nacional, contribuindo para uma melhor compreensão dos objetivos e princípios básicos que devem nortear a atuação dos órgãos reguladores desse mercado (CORDEIRO, 2013).

Nesse sentido, Tavares Guerreiro elenca que:

“[n]essa enumeração programática e valorativa, encontram-se os fins justificadores do poder disciplinar da CVM, por consubstanciarem os próprios objetivos da autarquia. Isso equivale a dizer que o exercício do poder disciplinar somente se legitima na medida em que visa assegurar a consecução daqueles mesmos fins” (GUERREIRO, 1081)

A International Organization of Securities Commissions (IOSCO)⁴, por meio do relatório *Objectives and Principles of Securities Regulation* (IOSCO, 2010)⁵, elenca três objetivos da regulação do mercado de capitais, que formam a base de um sistema eficaz de regulação: (i) proteção dos investidores; (ii) garantia de mercados equitativos, eficientes e transparentes; e (iii) redução do risco sistêmico.

Sobre o relatório, Cordeiro (2013, p. 51) explica que:

“Através dessa publicação, os membros da IOSCO expressaram a intenção de usar de seus melhores esforços para assegurar a convergência da regulação nacional de seus mercados de capitais aos objetivos e princípios elencados. Esse compêndio também é utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Banco Mundial para avaliar o mercado de capitais de países sob análise. Em teoria, na medida em que existam conflitos entre a regulação do mercado de capitais de um país e os Princípios da IOSCO, o Banco Mundial e o FMI poderiam condicionar o empréstimo de recursos financeiros à reforma da regulação. Portanto, embora a IOSCO não crie direito internacional, os princípios e objetivos traçados pela IOSCO são seriamente considerados pelos membros da organização”.

Ainda, Eizirik elenca os seguintes fundamentos para regulação do mercado de capitais pela CVM: interesse público, confiabilidade, eficiência, competitividade, mercado livre e proteção ao investidor (EIZIRIK, 1985).

No Brasil, a CVM e o Banco Central são os órgãos responsáveis por regular o mercado. Os principais instrumentos normativos são a Lei n° 6.385/76, que trata do mercado de capitais, a Lei n° 10.214/01, a Resolução do Conselho Monetário Nacional n° 2.882/01, a Circular do Banco Central n° 3.057/01, as Instruções da CVM n° 461/07 e 541/13 e a Lei n° 12.810/13.

Apesar de as leis acima mencionadas regularem o mercado e não terem por objetivo criar dificuldades ao funcionamento do mercado, ocorrem falhas de regulação, pois existem particularidades que deveriam ser observadas pelo legislador.

A primeira particularidade que deveria ser observada é que a bolsa de valores funciona em regime de monopólio. Além disso, considerando que a central depositária é um monopólio natural, é necessário que ela seja entendida como *essential facility*.

Esse termo é utilizado para definir estruturas, serviços ou produtos que geram “situações de dependência de um agente econômico com relação ao

⁴ A IOSCO reúne as comissões de valores mobiliários de 129 países, dentre eles, o Brasil, que faz parte do Conselho Transitório. É reconhecida como a entidade criadora dos padrões internacionais para o mercado de capitais, criada e operada sem qualquer tipo de tratado internacional, diretamente por agências governamentais e não por chefes de estado, ministros das relações exteriores ou diplomatas.

⁵ A publicação original é de 1988 e foi atualizada em 2010.

outro, nas quais a oferta de certos produtos ou serviços não se viabiliza sem o acesso ou fornecimento do essencial” (FILHO, 1998). A formulação inicial da ideia de *essential facility* diz respeito aos “casos de monopólio natural ou com outros casos de monopólio decorrentes de razões estruturais e nos quais não há como presumir que o mercado seja capaz, por si só, de dar soluções a essas falhas” (FILHO, 1998).

No caso, a central depositária pode ser entendida como tal já que, em razão das economias de escala, os custos de implementação dessa estrutura fazem com que não seja economicamente vantajoso para outros agentes investir em uma nova central depositária. Assim, aquele que detém a sua estrutura tem o dever de compartilhá-la com outros agentes (HOVENKAMP, 2008)⁶, como preceitua relatório da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico:

An "essential facilities doctrine" (EFD) specifies when the owner(s) of an "essential" or "bottleneck" facility is mandated to provide access to that facility at a "reasonable" price. For example, such a doctrine may specify when a railroad must be made available on "reasonable" terms to a rival rail company or an electricity transmission grid to a rival electricity generator (OCDE, 1996).

Nesse sentido, destaca-se o teor o estudo elaborado pela Oxera, preparado a pedido da CVM:

“Quanto aos serviços de pós-negociação, o papel da concorrência permanece mais limitado, principalmente em termos dos serviços de central depositária de ativos (CSD). Para assegurar que a quantidade de ações possuídas em uma determinada ocasião é igual à quantidade de ações existentes, a função principal da CSD – de manter em forma escritural os valores mobiliários desmaterializados – tende a ser uma função de monopólio de cada valor mobiliário específico. É possível também haver outras instituições que exerçam funções do tipo das exercidas pela CSD. Por exemplo, no Brasil, esse tipo de estrutura institucional existe para a criação de recibos de depósitos de ações (ADRs). Entretanto, isso pode criar uma duplicação ineficiente de custos no sistema, que, aliada à perda de economias de escala no fornecimento de serviços de CSD, provavelmente restringirá o limite em que se espera que a concorrência entre as CSDs resulte em reduções de tarifa e economias de custos para os investidores” (OXERA, 2012).

Portanto, qualquer entrada no mercado de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil exige, necessariamente, a contratação dos serviços de central depositária da B3.

Outra particularidade é a estrutura verticalizada da B3, o que significa que a empresa presta serviços nos três segmentos da bolsa de valores e no

⁶ Diz o autor que “Where it applies, the essential facility doctrine requires a monopolist to share its "essential facility” (HOVENKAMP, 2008).

mercado de balcão (negociação, *clearing* e depósito centralizado). Quando uma situação como essa ocorre, qual seja, um agente monopolista atua de forma verticalizada, gera incentivos para que o monopolista dê tratamento não isonômico e discriminatório aos entrantes.

Dessa forma, caso um agente deseje entrar apenas no mercado de negociação ou *clearing*, deverá contratar, obrigatoriamente, o serviço de depósito centralizado da B3. Como não existe obrigatoriedade na atual legislação de a B3 fornecer o serviço de depósito centralizado, a monopolista pode impossibilitar ou dificultar essa entrada, já que ao impedir o acesso à central depositária, limita a concorrência nos outros dois mercados que estão à montante na cadeia do mercado de bolsa e balcão.

Historicamente, além da ATS e a ACS, as seguintes empresas tentaram, sem sucesso, atuar no mercado de bolsa de valores: Bats Global Markets e Claritas, em 2011, que pretendiam atuar com um serviço próprio de *clearing*⁷, e Direct Edge, em 2012 e 2013, que pretendia atuar no segmento de negociação, mas teve dificuldade para obter acesso aos serviços de *clearing* da BVMF.

Conforme será visto a seguir, mesmo que a central depositária tenha características de *essential facility*, haja vista ser um monopólio natural, possuindo estrutura e serviços sem os quais novos agentes não conseguem atuar no mercado de negociação, compensação e liquidação (*clearing*), a regulação não foi suficiente para garantir a prestação de serviço de central depositária pela B3 aos entrantes, o que ocorreu mais recentemente com a ATS e a ACS.

O CASO CETIP/BVMF

Mesmo antes de adquirir a Cetip, a BVMF já atuava em regime de monopólio no mercado de bolsa de valores, haja vista que a Cetip atuava apenas no mercado de balcão. No entanto, a aprovação da operação pelo Cade tem aspectos relevantes no que diz respeito à entrada de um novo agente econômico.

Inicialmente, havia uma investigação em andamento a respeito de possíveis condutas anticompetitivas supostamente praticadas pela BVMF.

No caso, as empresas ATS e ACS apresentaram representação perante a Superintendência-Geral do Cade, o que ocasionou a instauração do Inquérito Administrativo nº 08700.002656/2016-57 (CADE, 2016d), cujo objetivo era apurar supostas condutas de: (i) limitação e impedimento de acesso de novas empresas ao mercado; (ii) criação de dificuldades à constituição, funcionamento e desenvolvimento de empresa concorrente; (iii) impedimento do acesso de

⁷Informação apresentada pela Claritas em resposta ao Ofício 4236/2016/CADE, disponível no sítio eletrônico do Cade no âmbito da instrução do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.

concorrente às fontes de equipamentos ou tecnologia e canais de distribuição; e (iv) recusa de contratar.

De acordo com a representação, a ATS foi constituída com o objetivo de entrar no mercado de negociação no segmento de bolsa de valores mobiliários no Brasil, no qual a Bovespa, atual B3, atua como monopolista. Com esse objetivo, a ATS protocolou, em 2013, um pedido de autorização para atuação como administradora de mercado de bolsa, tendo ficado pendente, no entanto, a definição dos procedimentos de liquidação e compensação.

Com o fim de obter todos os requisitos necessários para atuar como administradora de mercado de bolsa, a ATS enviou correspondência à B3, em maio de 2013, solicitando uma proposta para contratação dos serviços de pós-negociação da sua câmara de compensação e liquidação de ações (*clearing*). A B3, no entanto, informou que se encontrava em curso o projeto de integração das suas quatro câmaras de compensação e liquidação⁸ e que somente poderia prestar tais serviços a terceiros após a conclusão total do projeto em 2015.

Ademais, a ATS e a ACS também alegaram que, até 2011, o mercado de negociação representaria 83% das receitas potenciais da BVMF dentro do segmento de bolsa de valores, enquanto os serviços de compensação e liquidação representavam apenas 17%. Nesse ano, no entanto, após a divulgação de possíveis projetos de criação de novas bolsas no Brasil pela BATS Global Markets e pela Direct Edge, a BVMF teria anunciado a adoção de uma nova estrutura de tarifação de seus serviços, que inverteu a proporção das tarifas cobradas pelos serviços de negociação e pós-negociação⁹.

Essa alteração poderia ser nociva à entrada no mercado, tendo em vista que potenciais concorrentes interessados em competir apenas no segmento de negociação observaram uma diminuição abrupta da margem potencial desse serviço, conduta conhecida como *price-squeeze*¹⁰.

Em decorrência da resposta da B3, a ATS teria decidido criar a sua própria *clearing*, por meio da constituição da ACS. Com esse objetivo, foi apresentado ao Banco Central o pedido da ACS de autorização para

⁸ A B3 passou a ter 04 câmaras após a fusão da BV&F e da Bovespa em 2008.

⁹ Em razão da nova política de tarifação, a B3 passou a alocar 20% para o serviço de negociação e 80% para pós-negociação.

¹⁰ O *price-squeeze* é uma forma de aumentar os custos dos concorrentes (FORGIONI, 2015) e ocorre “quando um agente situado no nível a montante de uma cadeia industrial fornece um insumo essencial para seus ‘clientes-concorrentes’ (não integrados verticalmente) no nível a jusante da mesma cadeia industrial, sendo o preço para tal insumo praticado aos concorrentes é injustificadamente superior ao seu custo marginal, ao mesmo tempo que o preço para o mesmo insumo praticado aos consumidores (usuários finais do produto) é inferior ao custo marginal” (DOMINGUES e GABAN, 2012).

funcionamento como sistema de compensação e liquidação de valores mobiliários, mas sem conter todas as informações necessárias para obter a autorização.

Dentre os requisitos que não foram atendidos, encontra-se a definição dos procedimentos relacionados ao serviço de depósito centralizado de valores mobiliários a serem liquidados em seu sistema. Conforme as ACS e a ATS, a ACS pretendia contratar a B3 como prestadora do serviço de depósito centralizado, tendo em vista que tal serviço teria natureza de *essential facility*.

Nesse contexto, em dezembro de 2014, a ACS enviou à B3 solicitação formal de acesso à sua depositária central, mas a B3 teria se recusado a apresentar uma proposta de contratação dos serviços de depósito centralizado sem que a ACS tivesse obtido autorização do Banco Central para atuar.

Segundo a ACS e a ATS, a recusa de contratar caracterizaria a criação de uma barreira artificial à entrada pela B3, tendo em vista que seria necessária a apresentação, em detalhes, do endereçamento dos serviços de depósito centralizado, em conjunto informações sobre o sistema de liquidação da *clearing* para a obtenção de autorização para funcionamento de sistema de compensação e de liquidação de transações com títulos, valores mobiliários e ativos financeiros no Banco Central.

Por sua vez, a B3 alegou que a regulação em vigor não exigiria a contratação formal de serviço de depósito centralizado para que se conceda a autorização de funcionamento para *clearings*, mas apenas um detalhamento da operacionalização. Dessa forma, em razão das suspeitas de envolvimento de entidades e pessoas relacionadas ao Grupo ATG (do qual a ATS e a ACS fazem parte) com supostos atos ilícitos¹¹, a companhia teria decidido somente formalizar o contrato após concedidas, pelos órgãos competentes, as autorizações para que a ACS pudesse atuar como *clearing*.

Ou seja, enquanto a ACS e a ATS alegavam que a apresentação de uma proposta comercial detalhada, ainda que não formalizada entre as partes, seria requisito essencial para a obtenção da autorização regulatória do Banco Central para o funcionamento de sua *clearing*, a B3 alegava que só negociaria um contrato com a ACS/ATS após o recebimento de tal autorização, gerando um problema circular.

¹¹ Arthur Pinheiro Machado, o diretor e um dos fundadores da empresa ATG, controladora da ATS e ACS, é investigado âmbito da operação Lava-Jato, sendo um dos motivos a forma pela qual foram captados os fundos para realizar investimentos no mercado de capitais. Para mais informações, consultar o Processo nº 0502785-73.2018.4.02.5101 (2018.51.01.502785-7), da Justiça Federal de Primeiro Grau, em curso na Seção Judiciária do Rio de Janeiro.

Diante das informações apresentadas a Superintendência-Geral do Cade entendeu que a ATS e a ACS trouxeram indícios de que, valendo-se da sua posição monopolista e integralmente verticalizada nos mercados de serviços relacionados à bolsa de valores, a B3 estaria adotando estratégias para elevar consideravelmente as barreiras à entrada para os potenciais concorrentes no mercado, por meio da recusa em fornecer serviços de *clearing* e central depositária, bem como da mudança na política de tarifação, que, por sua vez, estaria comprimindo as margens dos entrantes que não fossem verticalmente integrados. Sendo assim, foi instaurado o Inquérito Administrativo.

Posteriormente, a BVMF requereu a aprovação do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, aprovado pelo Tribunal em março de 2017, condicionado a celebração e cumprimento de Acordo de Controle de Concentração (ACC). O ACC firmado determinou que a empresa resultante do Ato de Concentração (no caso, a B3) cumprisse, dentre outras, as seguintes obrigações relacionadas a regras de acesso:

“a) Incluir, mediante aprovação da CVM, em seu (a) Regulamento de Acesso; (b) Manual de Acesso; (c) Regulamento da Central Depositária; (d) Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária; (e) Regulamento da Câmara BM&FBOVESPA; (f) Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara BM&FBOVESPA; (g) Manual de Administração de Risco, conforme atualmente em vigor as regras e os procedimentos relativos ao acesso (i) aos serviços de compensação e liquidação para operações do mercado à vista de renda variável atualmente prestados pela B3 (“Serviços de CCP”); e (ii) aos serviços de depósito centralizado em relação a valores mobiliários de renda variável atualmente prestados pela B3 (“Serviços de CSD”), que viabilizem a prestação de tais serviços a outras Infraestruturas de Mercado Financeiro (“IMFs”) (“Regras de Acesso IMF”).

b) Garantir tratamento isonômico entre todos os participantes da central depositária, obrigando-se a detalhar os aumentos de quaisquer custos operacionais ou transacionais inerentes à mecânica da Prestação de Serviços de CSD em relação a valores mobiliários de renda variável.

c) Instituir Comitê de Produtos e de Precificação, com o objetivo de garantir a participação dos clientes no processo de estabelecimento dos preços e das políticas comerciais relativas aos produtos e serviços ofertados pelas Compromissárias (incluindo, sem limitação, os produtos e serviços relativos ao mercado de bolsa, ao mercado de balcão e ao suporte às operações de crédito).

d) Instituir mecanismos para garantir a participação dos clientes na governança da B3 e no processo decisório atinente aos preços e às políticas comerciais relativos aos produtos e serviços ofertados.”

Além das obrigações acima, o ACC estabeleceu que a B3 se comprometesse a oferecer a prestação de serviços de central depositária em condições justas, transparentes e não discriminatórias e que, caso as negociações não funcionassem, fosse instaurado um processo arbitral após 120 dias.

Após a celebração do referido ACC, a ATS e a ACS iniciaram uma nova negociação com a B3 referente à contratação dos serviços de central depositária. Não houve consenso entre as empresas, motivo pelo qual a ACS iniciou uma ação arbitral na Câmara de Comercio Brasil-Canadá (CAM-CCBC). O objeto do procedimento arbitral trata, principalmente, do preço a ser cobrado pela B3 pelo serviço de central depositária.

Paralelo ao procedimento arbitral, que está em curso, a B3 manifestou interesse em celebrar um acordo denominado Termo de Compromisso de Cessação¹² para encerrar a investigação em andamento. Mediante esse acordo¹³, apesar de a B3 não ter admitido culpa na conduta, acordou em pagar R\$ 9.443.489,68 a título de contribuição pecuniária.

Independentemente da celebração de acordo, fato é que, mais uma vez, um novo agente não obteve êxito ao tentar atuar no mercado de bolsa de valores, seja em razão da regulação, seja em razão de ações praticadas pela B3.

Tendo em vista que, em razão da regulação da CVM¹⁴ e do Banco Central¹⁵, era necessário que a empresa prestasse também o serviço de pós-negociação, por meio de empresa própria ou de terceiros, a ATS não conseguia prosseguir com o seu objetivo de atuar como nova bolsa de valores no Brasil. Os aspectos regulatórios do caso serão tratados a seguir.

BOLSA DE VALORES, REGULAÇÃO E ESTADO DA ARTE

Conforme já mencionado, a bolsa de valores é regulada pela CVM e pelo Banco Central, submetendo-se também ao regime de livre concorrência e livre iniciativa.

¹² O Termo de Compromisso de Cessação é previsto no artigo 85 da Lei nº 12.529/11, e pode ser conceituado como “uma modalidade de acordo celebrado entre o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“Cade”) e as empresas e/ou pessoas físicas investigadas por infrações à ordem econômica a partir da qual a autoridade antitruste anui em suspender o prosseguimento das investigações em relação ao(s) Compromissário(s) de TCC enquanto estiverem sendo cumpridos os termos do compromisso, ao passo que o(s) Compromissário(s) se compromete(m) às obrigações por ele expressamente previstas” (CADE, 2016b). Para mais informações, consultar o Guia, disponível no sítio eletrônico do Cade.

¹³ Para mais informações sobre o acordo firmado entre o Cade e a B3, consultar o Requerimento nº 08700.001323/2018-72 (CADE, 2018d), disponível no sítio eletrônico do Cade.

¹⁴ Instrução nº 461/13, CVM.

¹⁵ Circular nº 3.057/01, Banco Central.

Tendo em vista a concentração do mercado e as reiteradas dificuldades de acesso a novos entrantes, ao analisar a estrutura do mercado de capitais e o seu histórico, em especial a fusão mais recente entre a Cetip e a BVMF, o Inquérito Administrativo e o acordo firmado pela B3 com o Cade para encerrar as investigações em andamento, foi possível identificar a existência de alguns problemas regulatórios, que acabavam por criar barreiras à entrada¹⁶ legais, ou seja, aquelas criadas quando o governo ou as agências reguladoras estabelecem requisitos mínimos para a instalação e funcionamento de uma empresa. Essas barreiras são especialmente relevantes nos mercados financeiros, que se submetem a uma forte regulação do Banco Central e da CVM.

Além das barreiras regulatórias, foi possível identificar barreiras características do mercado de capitais, como a estrutura verticalizada na prestação de serviços por uma empresa monopolista. No que se refere à bolsa de valores, há segmento (central depositária no mercado de pós negociação) que se caracteriza como um monopólio natural, de modo que é de suma importância que a regulação não aumente ainda mais as barreiras já existentes.

Alguns aspectos regulatórios, se alterados, podem contribuir para um melhor funcionamento do mercado, diminuindo as barreiras à entrada regulatórias, levando em consideração as características específicas do mercado e, mitigando ou não criando incentivos para que a B3 pratique condutas exclusionárias.

Primeiramente, destaca-se a previsão legal de que o agente econômico, mesmo que queira apenas atuar no mercado de negociação, deve obter autorização da CVM para o funcionamento do mercado organizado e para que atue como sua entidade administradora. Tal previsão baseia-se no artigo 16 da Instrução nº 461/2007, que regula a constituição e o funcionamento de mercados organizados de valores mobiliários no Brasil:

Art. 16. A entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários deve:

(...)

¹⁶ De acordo com o Guia de Atos de Concentração Horizontais do Cade, as “barreiras à entrada podem ser definidas como qualquer fator em um mercado que coloque um potencial competidor em desvantagem com relação aos agentes econômicos estabelecidos. (...). Os seguintes fatores constituem as mais convencionais barreiras à entrada: os custos irrecuperáveis (sunk costs); as barreiras legais ou regulatórias; os recursos de propriedade exclusiva das empresas instaladas; as economias de escala e/ou de escopo; o grau de integração da cadeia produtiva; a fidelidade dos consumidores às marcas estabelecidas; e a ameaça de reação dos competidores instalados” (CADE, 2016a).

II – ressalvados os casos em que a liquidação direta entre pessoas autorizadas a operar estiver expressamente prevista em regulamento, efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, diretamente ou contratando para isso entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil;

(...)

Parágrafo único. A prestação dos serviços de compensação e liquidação pela própria entidade administradora ou por entidade por ela contratada depende de autorizações específicas da CVM e do Banco Central do Brasil.

A atuação como câmara de compensação e liquidação, tanto no ambiente de bolsa quanto no ambiente de balcão, por sua vez, depende de que o agente obtenha uma autorização do Banco Central do Brasil, conforme a Resolução nº 2.882/2001 do Conselho Monetário Nacional.

Essa autorização é condicionada, nos termos da Circular nº 3.057/2001 do Banco Central, à apresentação de comprovação de atendimento ao limite mínimo de patrimônio líquido, à descrição detalhada de todos os processos operacionais relacionados ao sistema que será operado pela câmara ou pelo prestador de serviços de compensação e liquidação e à descrição detalhada dos procedimentos e mecanismos básicos relacionados ao acesso técnico dos participantes ao sistema, entre outros.

Ainda, no caso específico do mercado de bolsa de valores, é exigida a intervenção de uma contraparte central como garantidora das operações. Além do custo da implementação dessa contraparte, que envolve a implementação de sistemas e regimentos, o seu funcionamento exige ainda o depósito de capital regulatório pela entidade administradora e de garantias pelos investidores, que tendem a ser menores quanto maiores a escala e o escopo das atividades da contraparte central.

Em relação a esse aspecto, cabe destacar o previsto no artigo 5º da Lei nº 10.214/01:

Art. 5º Sem prejuízo do disposto no § 3o do artigo anterior, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, separar patrimônio especial, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando

Esse é o artigo que prevê a necessidade de se separar patrimônio para garantir as obrigações da empresa entrante. Com isso, surge a obrigatoriedade do depósito inicial de R\$ 10 milhões de reais, referentes ao processo de

autorização pelo Banco Central, conforme determinação da Circular nº 3.057/2001:

Art. 19. Para atender o disposto no art. 5º da Lei 10.214, de 27 de março de 2001, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação devem separar patrimônio especial mínimo de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), constituído exclusivamente por títulos públicos federais, para cada um dos sistemas considerados sistemicamente importantes que operem.

Embora a justificativa de garantia para o depósito seja razoável e não seja um problema por si só, trata-se de mais uma barreira existente no mercado (ainda que não negativa), que agrava ainda mais a situação do entrante, que já é difícil.

Outro aspecto a ser analisado é o estabelecido pela Lei nº 12.810/2013, que dispôs ser de competência da CVM e do Banco Central do Brasil a autorização e a supervisão da atividade de depósito centralizado e de registro e ativos financeiros e valores mobiliários:

Art. 22. Compete ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências:

I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários; e

II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I.

(...)

Art. 28. Compete ainda ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências:

I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários; e

II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I.

O Banco Central regulou as atividades de depósito centralizado e registro por meio da Circular nº 3.743/2015, enquanto a CVM, por sua vez, estabeleceu os requisitos para a sua aprovação por meio da Instrução nº 541/2013, dos quais podem-se citar, como exemplos, a necessidade de constituição e manutenção de controles e mecanismos de monitoramento que permitam garantir a segurança e a integridade de seus equipamentos, instalações e sistemas, e a constituição de plano de contingência para assegurar a continuidade dos negócios e a prestação dos serviços¹⁷.

¹⁷ Artigo 8º, §2º, incisos II e VI da Instrução CVM nº 541/2013.

A situação acima leva ao problema de haver dois órgãos reguladores atuando no mesmo setor. No caso, é possível que ocorram eventuais conflitos de interesses entre as duas instituições, ou, ainda, desalinhamento no timing para tomada de decisões. Além disso, alguns dos procedimentos usam documentos distintos em cada órgão regulador, o que pode levar a uma fundamentação diferente para as decisões tomadas por ambos. Assim, as políticas dos dois órgãos podem divergir e trazer prejuízos ao mercado, o que vai de encontro ao objetivo da regulação, que é trazer segurança para as empresas que atuam nesse setor.

No caso, a regulamentação citada determina que é necessário apresentar garantias para atuar em um mercado a jusante (mercado de negociação/central depositária), mesmo que só vá atuar em um mercado a montante (mercado de negociação e *clearing*). Foi justamente essa falha regulatória que permitiu que a B3 se recusasse a negociar o serviço de central depositária com a ATS e a ACS enquanto as empresas não tivessem todas as autorizações dos órgãos reguladores, sendo que, para obter a referida autorização do Banco Central, as empresas precisavam demonstrar que prestariam o serviço da central depositária a ser contratado da B3.

Na prática, essa previsão regulatória permite que problemas circulares sejam criados: enquanto o Banco Central exige a contratação de serviços de central depositária para conceder a sua autorização, a prestadora de tais serviços (B3) exige a autorização do órgão regulador para contratar.

Por fim, cabe mencionar a omissão da regulação, que não possui previsões para contornar possíveis problemas causados por um monopólio, em especial um monopólio no qual o único agente, a B3, atua de forma verticalizada. Conforme já mencionado, quando um monopolista atua de forma verticalizada, a situação gera incentivos para que ele dê tratamento não isonômico e discriminatório aos entrantes do mercado, já que eles negociarão com o monopolista para adquirir produtos ou serviços em segmentos em que o entrante não atua.

Caso as regras de acesso sejam falhas, inexistentes ou pouco específicas, o monopolista pode recusar-se a dar acesso a sua estrutura, ou protelá-la sob o argumento de existir um problema técnico (CADE, 2016c) – o que é justamente o que a ATS e a ACS alegaram que a B3 fez ao longo dos anos. Nessa situação, verifica-se um exemplo de tratamento não isonômico e discriminatório, no qual o fechamento de mercado é usado como estratégia empresarial.

Além disso, mesmo com regras claras, o monopolista pode tentar aumentar o custo do entrante ao cobrar preços abusivos ou gerar um *price squeeze* para o rival ao fazer um subsídio cruzado entre os segmentos ofertados

unicamente pelo monopolista, diminuindo a margem de lucro no mercado em que o novo agente atuará.

No caso em análise, de fato, a ausência de regras claras quanto ao preço a ser cobrado gerou um problema, haja vista este ser justamente o objeto da discussão do procedimento arbitral em andamento entre a B3 e a ATS e a ACS.

No entanto, em relação ao acesso a estrutura, sendo a bolsa de valores, mais especificamente o mercado de central depositária, uma *essential facility* detida monopolisticamente pela B3, não há medidas em andamento por parte da CVM, do Banco Central ou até mesmo do Cade (já que a autarquia firmou acordo com a B3, encerrando as investigações sobre uma possível conduta anticompetitiva).

Nesse sentido, explica Gonçalves que “a regulação específica é a melhor solução para lidar com o problema do acesso em setores caracterizados pela existência de bens essenciais” (GONÇALVES, 2010).

Assim, é necessário que seja realizada uma alteração na regulação para prever regras de acesso mais rígidas e que impeçam a imposição de preços abusivos pela B3, seja para a ACS e ATS ou qualquer outra empresa que busque atuar na bolsa de valores ou no mercado de balcão.

Pelo exposto, nota-se que os mercados nos segmentos de bolsa e balcão possuem, de fato, barreiras regulatórias à entrada. Tais barreiras estão relacionadas à regulamentação, à inexistência de regras de acesso claras e à necessidade de obtenção de autorização de duas entidades reguladoras – CVM e Banco Central –, sendo que esta última, apesar de ter como objetivo a garantia de menor exposição possível de riscos ao sistema, prejudica ainda mais a entrada de novos agentes e, conseqüentemente, a concorrência.

CONCLUSÃO

O presente artigo estudou os aspectos regulatórios do mercado de capitais e da bolsa de valores. Usou como panorama para desenvolvimento do trabalho o (i) Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, que aprovou com restrições a fusão entre a Cetip e a BVMF e a criação da B3; (ii) o Inquérito Administrativo nº 08700.002656/2016-57, que investigou possíveis práticas exclusionárias que teriam sido perpetradas pela BVMF e posteriormente pela B3 contra a ACS e a ATS; e (iii) o Requerimento nº 08700.001323/2018-72, por meio do qual a B3 encerrou as investigações conduzidas pelo Cade.

Os processos acima possibilitaram a demonstração de particularidades do mercado de capitais que, ao não serem considerados pelo legislador, causam omissões regulatórias que agravam as barreiras à entrada. Além disso, alguns aspectos regulatórios acabam por criar novas barreiras.

O primeiro problema que pode ser mencionado é a necessidade de o Banco Central exigir a contratação dos serviços a serem prestados pela central depositária, mesmo que o entrante pretenda atuar somente nos mercados de negociação e *clearing*. Se tal previsão for alterada, será possível evitar problemas dessa natureza.

Além disso, o fato de a legislação não prever obrigatoriedade de que a B3 forneça os serviços de central depositária a concorrentes por se tratar de *essential facility* configura um problema não só regulatório como também concorrencial, já que permite que a B3 use as condutas exclusionárias como estratégia empresarial.

Isso mostra que a regulação da bolsa de valores, na prática, gera problemas circulares ao não adotar como premissa o fato de que o segmento de central depositária é, ao mesmo tempo, um monopólio natural e uma *essential facility*.

Assim, as principais barreiras identificadas, por meio da análise da legislação e dos desdobramentos da denúncia feita pela ATS e pela ACS, foram: (i) a necessidade de depósito inicial para o Banco Central; (ii) a obrigatoriedade de uma *clearing* prestar também o serviços de pós-negociação sem que exista, em contrapartida, previsão de obrigatoriedade para que a B3 preste esse serviço ou qualquer tipo de classificação ou regulação da central depositária como *essential facility*; e (iii) a necessidade dos agentes entrantes precisarem apresentar documentos referentes ao processo de pós-negociação ao longo do processo de autorização no âmbito do Banco Central.

Conclui-se, por fim, que o legislador deve realizar mudanças para reconhecer a central depositária como *essential facility* e as particularidades que existem em razão da estrutura verticalizada do mercado, a fim de desburocratizar e promover uma diminuição das barreiras à entrada. No caso, as principais mudanças consistem em (i) permitir que empresas que queiram atuar no mercado de compensação ou liquidação não precisem apresentar todos os documentos referentes à central depositária; e (ii) editar normativo que estabeleça a obrigatoriedade de prestação de serviço de central depositária pela B3 a novas empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALONSO, L. **Crimes contra o mercado de capitais**. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.
- BACEN. **Relatório de Vigilância do Sistemas de Pagamentos Brasileiro 2015**. Banco Central do Brasil. Brasília. 2015.
- CADE. **Guia de Atos de Concentração Horizontais**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Brasília. 2016a.
- CADE. **Guia: Termo de Compromisso de Cessação para casos de cartel. 2016, atualizado em 2017**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Brasília. 2016b.
- CADE. **Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11. Requerentes: BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e CETIP S.A. - Mercados Organizados.** Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Conselheira-Relatora: Cristiane Alkimin. Voto proferido em 22 de março de 2017, data de aprovação da operação. 2016c.
- CADE. **Inquérito Administrativo nº 08700.002656/2016-57. Representante: ATS e ACS. Representada: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.** Conselho Administrativo de Defesa Econômica. [S.l.]. 2016d.
- CADE. **Requerimento nº 08700.001323/2018-72. Requerente: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.** Conselho Administrativo de Defesa Econômica. [S.l.]. Homologado em 03 de outubro de 2018.
- CORDEIRO, L. F. G. **Insider Trading e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate (Monografia)**. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, p. 255. 2013.
- DEMARCO, A. E. **As bolsas de valores face ao desafio da desmutualização no contexto de internacionalização dos mercados regulamentados**. IBMEC. São Paulo. 2008.
- DOMINGUES, J. O.; GABAN, M. **Direito Antitruste**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

- EIZIRIK, N. L. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, 1977.
- EIZIRIK, N. L. Regulação e Auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, 1985.
- EIZIRIK, N. L. et al. **Mercado de capitais - regime jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- FILHO, C. S. **Direito concorrencial: as condutas**. São Paulo: Malheiros, 1998.
- FORGIONI, P. A. **Os fundamentos do antitruste**. 8. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.
- GIRÃO, L. F. D. A. P. **Assimetria informacional, insider trading e avaliação de empresas: evidências no mercado de capitais brasileiro (Dissertação de Mestrado)**. Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa. 2012.
- GONÇALVES, B. M. A. **O Mercado de Balcão Organizado. CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos**. UFRJ. Rio de Janeiro. 2011.
- GONÇALVES, P. B. **A obrigatoriedade de contratar no direito antitruste**. São Paulo: Singular, 2010.
- GUERREIRO, J. A. T. Sobre o poder disciplinar da CVM. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, p. 56-57, 1081.
- HOVENKAMP, H. Unilateral Refusals To Deal, Vertical Integration, And The Essential Facility Doctrine. **U Iowa Legal Studies Research Paper No. 08-31**. , Julho 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1144675>>.
- IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. International Organization of Securities Commission. [S.l.]. 2010.
- JOSKOW, P. L. Regulation of Natural Monopoly. In: (EDITORS), A. M. P. A. S. S. **Handbook of Law and Economics - vol. 2**. [S.l.]: Elsevier, 2007. p. 1227-1348.
- KÜMPPEL, S. **Direito do mercado de capitais - do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

- MELLO, K. D. S. **A organização industrial do mercado de capitais brasileiro: uma análise sobre a fusão Cetip e BM&F Bovespa.** PUC-RIO, 2017. PUC-RIO. Rio de Janeiro. 2017.
- MOSQUERA, R. Q. Os principais informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In: (COORD), R. Q. M. **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais.** São Paulo: Dialética, 1999.
- NETO, A. A. **Mercado Financeiro.** 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- OCDE. **The essential facility concept.** Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. [S.l.]. 1996.
- OXERA. **Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?** Comissão de Valores Mobiliários. [S.l.]. 2012.
- VARIAN, H. R. **Microeconomia: conceitos básicos.** 7ª. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- YAZBEK, O. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In: (ORG.), F. S. **Mercado de Capitais.** São Paulo: Saraiva, 2013.

