



Ministério da Justiça e Cidadania - MJC
Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE
SEPN 515 Conjunto D, Lote 4 Ed. Carlos Taurisano, 4º andar - Bairro Asa Norte, Brasília/DF, CEP 70770-504
Telefone: (61) 3221-8409 e Fax: (61) 3326-9733 - www.cade.gov.br

NOTA TÉCNICA Nº 38/2016/DEE/CADE

Referência: Ato de Concentração sobre autos abaixo mencionados

Autos nº 08700.004860/2016-11 (público)

Autos nº 08700.004865/2016-35 (acesso restrito requerentes)

Autos nº 08700.004919/2016-62 (acesso restrito CETIP)

Autos nº 08700.004921/2016-31 (acesso restrito BVMF)

Autos nº 08700.005686/2016-15 (acesso restrito CADE)

Requerentes:

- BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (“BVMF”)
- CETIP S.A. – Mercados Organizados, (“CETIP”)

Assunto: Ato de Concentração entre as requerentes

EMENTA: Ato de concentração em diversos mercados, como mercado de balcão (debêntures, CRA, CRI e quotas de fundo); registros de swaps, termos, opções de câmbio, LCA, LCI, CDB, COE; Negociação em balcão; LBTR; LDL; Infraestrutura de leilões. As eficiências de custos fixos estimadas possuem vários problemas conceituais. Argumenta-se que o CADE não deva aceitar as alegadas eficiências não apenas porque são custos fixos, mas pelos motivos amplos e genéricos como foram expostas ao CADE entre outras questões referidas na presente nota.

Versão PÚBLICA

1. ESCOPO DA NOTA

A presente nota busca analisar as justificativas do presente ato de concentração, à luz das informações e dos pareceres ora existentes neste caso. Inicialmente, descreve-se a operação. Após, passa-se para análise das eficiências apresentadas. Por fim, são apresentadas as conclusões da presente nota técnica.

2. OPERAÇÃO

De acordo com as requerentes:

Trata-se de reestruturação societária (“Operação”) que resultará na união das atividades da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (“BVMF”) e da CETIP S.A. – Mercados Organizados, (“CETIP” e, em conjunto com BVMF, “Requerentes”).

A Operação proposta é motivada pela **complementação dos portfólios** das Requerentes e representará um marco nos mercados financeiro e de capitais brasileiros, a partir da criação de uma empresa de infraestrutura de mercado de classe mundial (“Nova Companhia”). A Nova Companhia terá grande importância sistêmica e estará preparada para competir em um mercado cada vez mais sofisticado, aumentando a segurança, solidez e a eficiência do mercado brasileiro.

A Operação proposta propiciará eficiências relacionadas à redução dos custos dos serviços, alocação mais eficiente e segura de capitais, bem como o aperfeiçoamento dos padrões de gerenciamento de risco. Ademais, permitirá aumento da eficiência de capital para os participantes de mercado, por meio da expansão do leque de produtos de balcão com Contraparte Central Garantidora (“CCP”). Consequentemente, a Operação proposta não apenas será benéfica para as Requerentes, mas também para seus clientes, viabilizando a evolução do mercado brasileiro de capitais, que tem amplo potencial de desenvolvimento.

A BVMF é uma administradora de infraestrutura de mercados organizados de bolsas de valores, mercadorias e futuros e de balcão. Oferece ampla gama de produtos e serviços, como o depósito, registro, negociação e pós-negociação, incluindo serviços de CCP, de valores mobiliários, instrumentos financeiros, cotas de fundos de investimentos e derivativos no mercado de bolsa e, de forma incipiente, no mercado organizado de balcão. A BVMF também realiza empréstimos de títulos e licenciamento de software. Ademais, a BVMF presta serviços de infraestrutura para processos licitatórios e alienações (leilões).

A CETIP é uma administradora de infraestrutura de mercados organizados de balcão, oferecendo serviços de depósito, registro, negociação e pós-negociação de valores mobiliários, instrumentos financeiros, cotas de fundos de investimentos e derivativos de balcão sem CCP. A CETIP também oferece serviços de infraestrutura para processos licitatórios e alienações (leilões). Adicionalmente, a CETIP atua como infraestrutura para o mercado de crédito, por meio de sistemas que concentram as informações sobre as garantias constituídas sobre veículos automotores e plataformas de envio de informações do mercado de crédito para os órgãos de trânsito, e de forma incipiente, no mercado de crédito imobiliário, em especial no processo de avaliação das garantias. A CETIP não atua no setor de bolsas de valores, mercadorias, empréstimos de ativos e derivativos listados (opções e futuros).

Nota-se, portanto, que a Operação proposta não enseja sobreposição horizontal no setor de bolsas de valores, mercadorias, empréstimos de ativos e derivativos listados (opções e futuros), tampouco no segmento de soluções para o mercado de financiamento de veículos e crédito imobiliário. A sobreposição horizontal associada à Operação proposta é limitada a **alguns produtos específicos no mercado organizado de balcão**, nos quais a BVMF tem, via de regra, uma participação incipiente. A Operação proposta também gera sobreposição horizontal no mercado de infraestrutura para processos licitatórios e alienação (leilões), no qual a CETIP tem uma participação não relevante.

De toda forma, como será demonstrado, a Operação proposta não enseja a criação ou o fortalecimento de posição dominante, limitação da concorrência ou possibilidade de fechamento de mercado. Pelo contrário, a Operação proposta gera eficiências diretas aos consumidores, as quais (i) não poderiam ser atingidas de outras formas que não a realização da Operação proposta, (ii) são prontamente verificáveis e quantificáveis e (iii) serão produzidas em um curto espaço de tempo.

Em 2015, o faturamento da BVMF no Brasil, R\$ 2 bilhões 412 milhões 603 mil Reais. Já a CETIP teve faturamento de 1 bilhão 328 milhões e 800 mil Reais.

A “reestruturação societária” mencionada pelas requerentes ocorrerá da seguinte forma:

As Requerentes submeteram aos seus acionistas, em assembleias realizadas em 20 de maio de 2016, uma reorganização societária, nos termos do Protocolo e Justificação de Incorporação das Ações de Emissão da CETIP pela Companhia São José Holding, seguida da Incorporação da Companhia São José Holding pela BM&FBOVESPA (“Protocolo”), que resultará (a) na titularidade, pela BVMF, da totalidade das ações de emissão da CETIP; e (b) sujeito aos ajustes previstos no Fato Relevante Conjunto divulgado pelas Requerentes em 8.4.2016 (“Fato Relevante”) e na cláusula 2 do Protocolo, no recebimento, para cada ação ordinária de emissão da CETIP, de 0,8991 ação ordinária de emissão da BVMF (“Relação de Troca de Referência”) mais uma parcela em moeda corrente nacional de R\$ 30,75 (trinta reais e setenta e cinco centavos), a ser paga à vista, em parcela única, em até 40 (quarenta) dias contados da obtenção de todas as aprovações regulatórias previstas na legislação. A Operação resultará também na adoção de novas regras específicas de governança definidas em estatuto.



Figura 1 – Antes e após a operação

Frise-se, também, que há um mecanismo de proteção em tal proposta. Tal mecanismo foi criado, já que parte do pagamento se dá em espécie e outra parte em ações. Com o mecanismo de proteção, os acionistas não estarão completamente expostos a variações de preço de BVMF3 entre o anúncio e o fechamento da transação. O preço estimado da ação em 8 de abril de 2016 era de R\$44,78 por ação, sendo R\$30,75 em dinheiro e R\$14,88 em ações, considerando o preço da ação como R\$15,90 [preço em 8/04/2016].

O mecanismo de proteção será implementado se o preço de BVMF3 estiver abaixo de R\$12,51 ou acima de R\$19,75, conforme se verifica abaixo:

	Cenários Ilustrativos de Preço de BVMF3					
	5,00	8,00	12,02	15,90	18,98	25,00
Parcela em Dinheiro						
Valor Original de Referência da Parcela em Dinheiro	30,75	30,75	30,75	30,75	30,75	30,75
Valor da Parcela em Dinheiro em 8/04/2016 ¹	29,90	29,90	29,90	29,90	29,90	29,90
Valor Adicional em Dinheiro, se aplicável	5,08	3,76	-	-	-	-
Total da Parcela em Dinheiro	34,98	33,66	29,90	29,90	29,90	29,90
% do Total	85,0%	81,8%	72,7%	66,8%	62,7%	62,7%
Parcela em Ações						
Relação de Troca de Referência	0,8991	0,8991	0,8991	0,8991	0,8991	0,8991
Relação de Troca Ajustada por Proventos ¹	0,9358	0,9358	0,9358	0,9358	0,9358	0,9358
Preço Médio de Fechamento (exceção numérica)	5,00	8,00	12,02	15,90	18,98	25,00
Relação de Troca Reduzida ou Aumentada, se aplicável	1,2345	0,9358	0,9358	0,9358	0,9358	0,7103
Total da Parcela em Ações	6,17	7,49	11,25	14,88	17,76	17,76
% do Total	15,0%	18,2%	27,3%	33,2%	37,3%	37,3%
Consideração Total	41,15	41,15	41,15	44,78	47,66	47,66
Participação dos Acionistas da Cetip na Companhia Combinada²	15,5%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	9,5%

Tabela 1 – Mecanismo de proteção do acordo

Fonte: documento [013]-0216435_Peticao__BM_FBOVESP_e_CETIP

2.1. Opinião das requerentes sobre os mercados relevantes afetados

Sustentam as requerentes, com base na racionalidade por trás de alguns julgados que os produtos distintos significam lógicas concorrenciais autônomas. Citam a análise do Ato de Concentração nº 08012.005300/2008-13 (BM&F S.A e BOVESPA Holding S.A., aprovado sem restrições em 9.7.2008) e do Ato de Concentração nº 08012.001037/2008-93 (BM&F S.A. e CME Group Inc., aprovado sem restrições em 9.4.2008), em que as atividades de bolsa de valores mobiliários e bolsa de mercadorias e futuros foram consideradas como distintas. Frise-se de outro lado, que tais casos foram sumários. Juntos, tais votos possuem 7 páginas, sinalizando concordância com o parecer da SEAE.

No que diz respeito ao mercado de depósito e registro, as requerentes alegam que não encontraram paralelo em outras jurisdições ou em precedentes do CADE.

No mercado de negociação, as requerentes relataram que a jurisprudência internacional separa a “negociação de bolsa” da negociação de “balcão”, considerando os precedentes *Deutsche Börse / NYSE Euronext* (Case No COMP/6166 – DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT), *BNP Paribas/ Royal Bank of Scotland* (Case No COMP/M.7151 - BNP PARIBAS/ ROYAL BANK OF SCOTLAND), (Case No COMP/M.6873 - INTERCONTINENTAL EXCHANGE / NYSE EURONEXT, julgado em 24.6.2013) LSE/LCHClearnet (ME/5715/12).

No âmbito de pós-negociação, referiram que o caso *DB-Euronext-LSE* teria definido o mercado de serviços de liquidação em geral para bolsas e no caso *LSE/LCHClearnet* ter-se-ia definido o mercado de liquidação separado do mercado de compensação. As Requerentes não identificaram casos sobre o mercado de infraestrutura para processos licitatórios e alienação (leilões), nem nacionais, nem internacionais.

2.2. Concentração

De acordo com as requerentes, os mercados em que se verificam sobreposições horizontais são os seguintes.

MERCADOS		BVMF	CETIP
Balcão	Debêntures	RESTRITO	RESTRITO
	CRI (**)	RESTRITO	RESTRITO
	CRA	RESTRITO	RESTRITO

	Cotas Fundo inv.(fechado)	RESTRITO	RESTRITO
Registro	Swap pagamento final(*)	RESTRITO	RESTRITO
	Termo(*) (**)	RESTRITO	RESTRITO
	Opções flexíveis de câmbio (*)	RESTRITO	RESTRITO
	CDB	RESTRITO	RESTRITO
	COE	RESTRITO	RESTRITO
	LCA	RESTRITO	RESTRITO
	LCI	RESTRITO	RESTRITO
Negociação em mercado de balcão			RESTRITO
Pós-negociação	Liquidação Bruta (LBTR)	RESTRITO	RESTRITO
	Compensação e Liquidação (LDL)	RESTRITO	RESTRITO
	Liquidação total	RESTRITO	RESTRITO
Infraestrutura licitação e alienação (leilões)			RESTRITO

(*) Derivativos de balcão sem CCP

(**) restrito

Tabela 2 – Mercados onde haveria sobreposição horizontal entre as requerentes

Partindo do pressuposto que tal segmentação esteja correta, as próprias requerentes alegaram que, após a operação, iriam ter monopólio de diversos mercados. No âmbito da negociação e da pós negociação, as requerentes referiram que não possuiriam pós operação 100% do mercado, porque grande parte da liquidação teria ocorrido fora do ambiente das requerentes.

MERCADOS			BVMF	CETIP	VAR.HHI	EFEITO
Balcão	Depósito	Debêntures	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Balcão	Depósito	CRI	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Consolida monopólio
Balcão	Depósito	CRA	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio

Balcão	Depósito	Cotas Fundo inv.(fechado)	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Der.s/CCP	Swap pagamento final	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Der.s/CCP	Termo	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Consolida monopólio
Registro	Der.s/CCP	Opções flexíveis de câmbio	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Inst.	CDB	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Inst.	COE	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Inst.	LCA	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Registro	Inst.	LCI	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Operação gera monopólio
Negociação em mercado de balcão			RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	
Pós-negociação		LBTR	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Não estimado
Pós-negociação		LDL	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Não estimado
Pós-negociação		Liquidação total	RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	Necessário investigar
Infraestrutura licitação e alienação (leilões)			RESTRITO	RESTRITO	RESTRITO	

(*) Derivativos de balcão sem CCP

(**) restrito

Tabela 3 – Efeitos em termos de concentração de mercado

Ou seja, segundo dados das requerentes, as mesmas concordam que a operação gera [ou consolida] monopólios. A consolidação ocorreria porque, em alguns mercados não houve concentração considerando o ano anterior à operação, mas, se observados dois anos antes da operação, a única empresa que estava presente no mercado é a que está sendo adquirida.

2.3. Defesa das requerentes em face das concentrações

Para justificar as concentrações acima, as requerentes alegaram, basicamente, que:

- **(A) No mercado de negociação e de pós-negociação**, “considerando o mercado relevante corretamente definido e os dados apresentados pelas requerentes como fidedignos, as requerente apresentam:
- **Argumento sobre concentração** - Baixa concentração de mercado no mercado de negociação e pouca variação de HHI no mercado de pós-negociação
- **Argumento sobre rivalidade/entrada** – Em negociação, por exemplo, alegou-se que a MarketAxess e a Bloomberg já seriam concorrentes das Requerentes, embora não se tenha estimado o Market Share exato de cada uma. Já no mercado de pós-negociação, alegou-se que as seguintes empresas poderiam ser concorrentes (sem, no entanto, esclarecer se são concorrentes efetivos ou potenciais), a saber: Clearstream Banking AG (Deutsche Börse); Eurex Clearing (Deutsche Börse); Euroclear SA/NV; Iberclear; LCH Clearnet.

- **(B) No mercado de registro e de depósito**, as requerente apresentam:
 - Argumento sobre entrada – Informam que “a CIP poderia ser apontada como concorrente potencial, pois já detém capacidades de registro semelhantes às das Requentes”.
 - Argumento sobre “incipiência” da BVMF - a Operação proposta estaria limitada a alguns produtos específicos do mercado organizado de balcão, no qual “a BVMF tem uma presença incipiente”
 - Argumento sobre “eficiências” da operação – Referindo que a operação geraria grandes eficiências, com eliminação de custo fixo.
- **(C) No mercado de infraestrutura para processos licitatórios e alienações (leilões)**,
 - Internalização da produção - as Requerentes compreendem que seus próprios clientes (entidades licitantes) “são as suas concorrentes diretas, pois essas atividades podem ser realizadas internamente”. Talvez, aqui, o que as requerentes quiseram referir é que os clientes possuem poder de barganha (e caso talvez as requerentes abusem de seu poder) fica a critério do cliente a decisão se ele internaliza os custos da infraestrutura do leilão (ou não). De outro lado, quando as requerentes sugerem que o mercado relevante de infraestrutura deveria considerar, em seu cômputo, a quantidade total de leilões no Brasil, aparentemente, as requerentes tendem a considerar a internalização dos custos como uma espécie de concorrência de fato.
 - Dimensão do mercado inicialmente escolhida seria conservadora - O tipo de leilão que a Cetip auxilia organizar é diverso e mais simples do que aquele que a BVMF organiza.
 - Rivalidade e barreiras à entrada – alegam as requerentes que há elevada rivalidade no mercado, com baixas barreiras à entrada.

O DEE focará sua análise apenas nas discussões envolvendo eficiências trazidas aos autos por meio do parecer da Consultoria Bain & Company (BAIN&COMPANY, 2016) e outro assinado por Carlos Ragazzo (RAGAZZO, 2016).

3. EFICIÊNCIAS

3.1. Em casos de monopólio, há o risco da ineficiência X

Como referido no novo Guia H do CADE “A Lei nº 12.529/2011 estabelece que o Cade deve ponderar as eficiências específicas de cada AC vis-à-vis seus efeitos negativos (art. 88, § 6o). Trata-se do já mencionado critério do efeito líquido não-negativo. Os efeitos líquidos advindos do AC serão avaliados a partir da comparação entre os benefícios específicos resultantes da realização do AC e os potenciais prejuízos para o bem-estar dos consumidores advindos da eliminação de concorrência. Destaque-se que, nos termos da Lei, a transferência relevante dos benefícios aos consumidores é componente necessário nesta avaliação final dos efeitos do AC. O Cade adota critérios para considerar as eficiências geradas pela operação”.

Com efeito, art. 88, § 6º, da Lei 12.529/2011 determina o seguinte:

§ 5o Serão proibidos os atos de concentração que impliquem eliminação da concorrência em parte substancial de mercado relevante, que possam criar ou reforçar uma posição dominante ou que possam resultar na dominação de mercado relevante de bens ou serviços, ressalvado o disposto no § 6o deste artigo.

§ 6o Os atos a que se refere o § 5o deste artigo poderão ser autorizados, desde que sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os seguintes objetivos:

I - cumulada ou alternativamente:

- a) aumentar a produtividade ou a competitividade;
- b) melhorar a qualidade de bens ou serviços; ou
- c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; e

II - sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes.

De outro lado, o argumento de eficiência em si, deve ser lido com algum grau de cautela, considerando a possibilidade da “ineficiência X”. A este respeito, como ressaltado por (POSTALI, 2012, p. 38):

“o princípio fundamental da eficiência econômica se fundamenta no comportamento otimizador do agente econômico o qual, sob hipótese de racionalidade teriam um incentivo em maximizar sua utilidade ou minimizar sua desutilidade, sujeito a um conjunto de restrições. Assim, firmas” (ou seja, empresas) “sempre maximizam lucro e, como contrapartida da dualidade, minimizam custos. O comportamento maximizador (ou minimizador) é, desta forma, a base para construção dos diversos benchmarks de eficiência utilizados na análise econômica”

Todavia, (LEIBENSTEIN, 1966) analisa como seria possível haver um relaxamento do comportamento maximizador, o que ficou conhecido como “ineficiência X”. O autor refere que a falta de pressão competitiva em alguns setores, além de outras questões, pode auxiliar no tamanho da ineficiência X, independentemente da obtenção de diminuições de custos de produção (que seriam eventualmente uma questão alocativa, estática, de curto prazo).

Independentemente da discussão de (STIGLER, 1976) e (LEIBENSTEIN, 1978) sobre esta questão, houve um grande desenvolvimento doutrinário a este respeito. No âmbito do CADE, tal preocupação se verifica de forma muito transparente em alguns votos.

Segundo voto de Paulo Furquim em (AC DGB/Chinaglia, 2009, p. 49)], ainda que operações consigam demonstrar que os benefícios decorrentes do AC sejam distribuídos equitativamente entre os participantes e os consumidores ou usuários finais, gerando, portanto, eficiências impossíveis de se obter por vias alternativas, **não se admitiria a eliminação de “parte substancial” da concorrência**. No mesmo sentido, em outros precedentes, o CADE compreendeu, citando a

Autoridade Antitruste Europeia, que “há um claro limite para o uso do argumento de eficiências: a eliminação da competição” [Voto do Conselheiro-relator Elvino de Carvalho Mendonça no (AC Unimed Franca/Hosp.Regional Franca, 2013)].

Posição semelhante é compartilhada por outras jurisdições. A este respeito, por exemplo, a Comissão Europeia no âmbito do caso *Deutsche Börse / NYSE Euronext* (Case No COMP/6166 – DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT) referiu que:

Quaisquer eficiências, para serem contabilizadas, devem ser passadas aos consumidores. O escopo para a passagem das eficiências é geralmente relacionado à existência de pressões competitivas das empresas remanescentes no mercado e de potenciais entrantes. Quão maior forem os efeitos negativos na competição, mais a Comissão deve estar segura de que as eficiências são substanciais, provavelmente serão realizadas e serão repassadas aos consumidores em grande parte.

Em segundo lugar, eficiências devem ser específicas à fusão e não devem ser possível de obtê-las, de forma similar, por alternativas menos anticompetitivas.

Finalmente, as eficiências devem ser verificáveis à medida em que a Comissão possa estar razoavelmente segura de que as eficiências irão se materializar e que serão substanciais o bastante para reagir aos danos potenciais aos consumidores derivados da fusão. Cabe às requerentes providenciar à Comissão, em tempo razoável, toda a informação relevante e necessária para demonstrar que o argumento de eficiências é específico à fusão e pode ser realizado e que as eficiências conseguem contrabalançar quaisquer efeitos adversos à competição que possam de outra forma resultar da fusão, e que o argumento de eficiências irá, portanto, beneficiar os consumidores.

Nesse sentido, o Guia de Atos de Concentração refere que é “**altamente improvável que uma fusão que leve a uma posição de mercado que se aproxime de monopólio ou que leve a um nível similar de poder de mercado e possa ser declarada compatível com o mercado comum com base no argumento de ganhos de eficiência como algo suficiente para contrabalançar possíveis efeitos anticompetitivos do ato.**”

Deutsche Börse / NYSE Euronext (Case No COMP/6166 – DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT)

3.2. Discussão sobre custo fixo como eficiência

As requerentes alegam que a redução dos custos fixos deve ser considerada pelo CADE como um tipo de eficiência, no presente caso. Para defender seu ponto de vista, fizeram referência a três estudos principais, quais sejam:

- (RUBINOVITZ, 2008)
- (LUCAS, 2003)
- (IVALDI & KHIMICH, 2014)

Considerando os referidos textos, as partes requerentes apresentaram os seguintes argumentos:

As sinergias indicadas em referido documento contemplam primordialmente reduções de custos fixos. As Requerentes, portanto, fazem uso da presente oportunidade para apresentar o resultado de uma série de pesquisas realizadas no sentido de verificar, tanto do ponto de vista da literatura quanto da jurisprudência, qual o tratamento mais adequado a ser dado a reduções de custos fixos em análise de eficiências em atos de concentração. Os argumentos explorados a seguir demonstram que reduções de custos fixos devem, mesmo em casos avaliados segundo os arcabouços de price-standard ou de excedente do consumidor, ser consideradas como eficiências antitruste no contexto da análise de um ato de concentração. Isso é especialmente verdade para casos envolvendo mercados muito intensivos em tecnologia, nos quais os custos fixos tendem a ser muito elevados, exatamente como na operação proposta.

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.(...) Este autor destaca que, se uma firma adota um horizonte de tempo mais longo em seu processo de precificação, esse processo, como resultado, envolve os custos totais da empresa neste processo (full cost pricing). Neste caso, a firma estabelece seus preços a partir de um mark-up sobre os custos marginais que deve cobrir também custos fixos e ainda permitir que a empresa obtenha uma taxa de retorno satisfatória. Este tipo de precificação não é incomum, como destaca Lucas (2003), que aponta que quase 20% dos executivos das 1000 maiores empresas norte-americanas informaram em pesquisa que estabelecem seus preços com base nos custos totais. Além disso, um estudo econométrico apresentado no mesmo artigo é incapaz de concluir que as empresas estabelecem seus preços apenas com base nos custos variáveis (igualando receita marginal a custo marginal no curto prazo).

Rubinovitz (2008) complementa afirmando que o uso do custo total em processos de precificação muitas vezes também decorre do fato de que a firma desconhece sua elasticidade-preço da demanda e seu custo marginal, tomando a utilização do método tradicional inviável na prática.

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. Por fim, Rubinovitz (2008) discute o caso analisado na jurisprudência norte-americana entre as empresas XM e Sirius, atuantes no mercado de transmissão de rádio por satélite. Neste caso, o Department of Justice (DoJ) acatou as alegações das partes de que a operação geraria reduções de custos fixos que possibilitariam investimentos na melhoria da tecnologia e do produto ofertado, gerando maior competitividade entre as firmas remanescentes e benefícios aos consumidores.

Já Ivaldi e Khimich (2014), mesmo reconhecendo que, do ponto de vista antitruste, as reduções de custos variáveis são mais facilmente aceitas pelas autoridades, apresenta dois tipos de eficiências que são diretamente ligados a reduções de custos fixos: eliminação de custos fixos duplicados e eliminação de facilities ineficientes

As requerentes ainda fizeram menção a dois estudos, que teriam referido a possibilidade do uso de reduções de custos fixos para o cômputo de eficiências em fusões e aquisições, a saber:

- Estudo elaborado pela Consultoria RBB Economics para a Autoridade Antitruste do Reino Unido em 2014 (RBB(2014)'),[\[1\]](#)

- publicação da OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) de 2012 OCDE(2012), The role of efficiency claims in antitrust proceedings, Policy Roundtables.

Afirmaram, também, que o FTC admitiu várias vezes a redução de custo fixo em suas análises. Para demonstrar tal argumento fizeram referência ao estudo de (COATE & HEIMERT, 2009). Sobre este debate, o CADE já se posicionou no âmbito do Ato de Concentração Sadia/Perdigão no seguinte sentido:

A jurisprudência recente do CADE, de modo geral, vem considerando como contabilizáveis apenas eficiências decorrentes de reduções de custo variável (ou predominantemente variável), não aceitando, a princípio, reduções de custo fixo (semelhantemente ao critério geral do FTC, que não considera, em regra, “eficiências relacionadas apenas com custos fixos”). Esse critério também é defendido, por exemplo, nas “Diretrizes para Elaboração e Implementação de Política de Defesa da Concorrência” do Banco Mundial e da OCDE, que afirmam o seguinte: “para a maximização do lucro da empresa, a produção e o preço dependem mais dos custos marginais do que dos fixos. Uma economia dos custos fixos não reduzirá o preço de maximização dos lucros e, portanto, não consegue equilibrar os efeitos de menos concorrência”.

Essa posição se baseia, em suma, no fato de que, em regra, apenas reduções de custo variável resultam, em curto prazo, em reduções nos preços finais dos produtos, ao contrário de reduções de custos fixos, cujos reflexos sobre os preços, se observáveis, normalmente tendem a não ocorrer em um prazo razoável. Nota-se que as próprias Requerentes, em nota técnica juntada aos autos, reconhecem essa relação, afirmando que “as reduções de custos fixos não impactam as decisões de preços no curto prazo, ainda que possam fazê-las no longo prazo”. Tendo em vista que, como enfatizado anteriormente, os efeitos das eficiências alegadas devem, necessariamente, ser repassadas aos consumidores, a tese de não contabilização das reduções de custos fixos tem como base a premissa de que essas reduções não serão repassadas aos compradores finais dos produtos de modo adequado, ou em prazo razoável, não podendo, portanto, ser consideradas.

As Requerentes citam, novamente, o mencionado estudo do FTC, que, embora assevere que normalmente não contabiliza as “eficiências relacionadas apenas com custos fixos”, tem considerado algumas reduções de custo fixo nas suas análises. De fato, o estudo revela que o FTC considera reduções de custo fixo, mas desde que tenham impacto de forma positiva na redução de custos variáveis. Por meio desse critério, reduções relacionadas a marketing e outras despesas gerais, por exemplo, têm pouca aceitação, enquanto as relacionadas a racionalização de plantas e P&D tem um nível de aceitabilidade um pouco maior, embora ainda assim reduzido (não chega a 25%). A racionalização de plantas tem impacto maior no custo variável, enquanto as eficiências de P&D estão relacionadas a eficiências dinâmicas, justificando a aceitação parcial desses custos fixos, caso a caso. Neste voto adota-se procedimento semelhante: as reduções de custos fixos foram aceitas, desde que proporcionem, também, reduções de custo variável, e em prazo razoável. Esse critério é importante devido à já mencionada necessidade de repasse das eficiências ao consumidor.

No presente caso, as eficiências referidas não dizem respeito a inovações de Pesquisa e Desenvolvimento conjunto [que é o foco do artigo de (RUBINOVITZ, 2008) e de (IVALDI & KHIMICH, 2014)]. Também, como referido no voto Sadia/Perdigão, na Jurisprudência internacional não se aceita incondicionalmente qualquer redução de custo fixo, mormente quando dissociada de uma análise sobre o aspecto dinâmico da concorrência do mercado ou da possibilidade de tais reduções de custos fixos otimizarem uma determinada planta ou conjunto de plantas, o que indiretamente impacta no custo variável.

Tais hipóteses não se verificam aqui. Também, há uma alegação das requerentes, com base no estudo da OCDE, que seria uma contradição antitruste olhar para “custos fixos evitáveis” na hora de analisar se há ou não há preço predatório, mas não dar o mesmo peso para custos fixos em casos de eficiências de atos de concentração. De outro lado, também é verdade que o CADE não analisou muitos casos de preço predatório, não havendo uma utilização de tal recurso para punir empresas que tenham ofertado preço abaixo do referido standard até o momento. Além disto, mesmo neste tipo de caso, haveria uma razoável discussão a respeito do que é custo fixo evitável ou custo fixo afundado.

Ademais, as requerentes sustentam que há no presente caso economias de escala.

O problema é que toda esta discussão

- se há ou não há “custos fixos evitáveis” ligados à pesquisa e desenvolvimento ou à otimização de plantas ou
- se há ou não há economias de escala

perpassa por uma discussão mais simples e até mesmo prévia a tal debate: enfim, qual é a estrutura de custos da empresa? Quais são os seus custos? O que se está entendendo como custo variável? O que se está entendendo como custo fixo? E qual o preço da empresa e a quantidade vendida? Qual o custo marginal?

Tais questões não foram explicitadas no estudo de eficiências.

Sem demonstrar este tipo de questão, é difícil falar que o custo variável é menos ou mais importante que o custo fixo para precificação.

Estas questões sobre justificativa dos custos estão intrinsicamente ligadas à discussão sobre a possibilidade de ganhos derivados do aumento da escala de uma operação. Com efeito, segundo a teoria da empresa [2], há diferentes tipos de custos possíveis de computar no processo produtivo, conforme tabela abaixo:

Variável	Descrição	Notação
Custo Fixo Afundado	Custo que não varia com a quantidade produzida e que <u>não tem uso alternativo</u>	CFA
Custo Fixo Evitável	Custo que não varia com a quantidade produzida, mas que possui uso alternativo em outra indústria	CFE
Custo Fixo	Custo que não varia com a quantidade produzida	$CF=CFA+CFE$
Custo Variável	Custo que varia com a quantidade produzida	CV
Custo Evitável Total	Custo que a parte pode não incorrer caso deixe de produzir	$CET=CV+CFE$
Custo Total	O valor mercadológico de todos os insumos utilizados	$CT=CF+CV$
Custo Fixo Médio	Custo fixo dividido pela quantidade produzida	$CFM=CF/Q$

Custo Variável Médio	Custo variável dividido pela quantidade produzida	$CVM=CF/Q$
Custo Evitável Médio	Custo evitável total dividido pela quantidade produzida	$CEM=CET/Q$
Custo Total Médio	Custo total dividido pela quantidade produzida	$CTM=CT/Q$
Custo marginal	Aumento no custo total derivado da produção de uma unidade adicional	$CMg=dCT/dQ$

Tabela 4– Custos de curto prazo

Como referido por (VARIAN, 1992), o CVM geralmente é ascendente, sendo a CFM descendente. Neste sentido, a interação de ambas as curvas gera uma curva de CTM em formato de U, conforme gráfico abaixo:

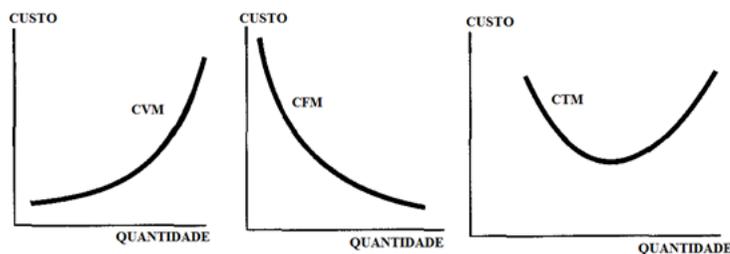


Figura 2 – Curvas de custo de curto prazo - Adaptação de (VARIAN, 1992, p. 68)

A escala mínima eficiente (EME), deste modo, no curto prazo, diz respeito à quantidade que minimiza o CTM (ou seja, é ponto ou limite inferior da curva de CTM em formato de “U”). (MANKIW, 2003, p. 270)

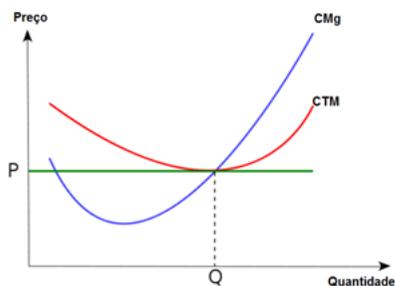


Figura 3– Relação entre CTM e CMg

Também, como referido por (MANKIW, 2003, p. 270), se o CMg é menor que o CTM significa que o CTM está caindo. De outro lado, se o CMg for maior que o CTM, o CTM está subindo. Assim, o ponto de intersecção entre CMg e CTM representa, sempre, o ponto de mínimo da curva CTM em formato de “U”. Tal intersecção e tal ponto de mínimo é a EME.

Esse fenômeno ocorre porque o CTM é cumulativo, enquanto o CMg diz respeito apenas à próxima quantidade produzida. Assim, se a próxima quantidade produzida adicionar um valor acima da média já estabelecida, a média irá subir. De igual forma, se a próxima quantidade produzida adicionar valor inferior à média na contabilização cumulativa, a média irá cair. Eis, portanto, o motivo pelo qual a intersecção entre CMg e CTM representa EME.

No longo prazo, por outro lado, é dado às empresas a possibilidade de modificar todos os seus custos. Há, assim, as seguintes associações:

Tipos	Rendimentos de escala	Curva de custo médio - longo prazo
-------	-----------------------	------------------------------------

Economia de escala	Crescentes	Decrescente
Deseconomia de escala	Decrescentes	Crescente
Taxa constante	Constantes	Constante

Tabela 5– Tipos de interação relativa à curva de custos de médio e longo prazo

Portanto, há economias de escalas quando a expansão no longo prazo de todos os fatores de produção está associada a uma redução do custo médio. De igual forma, há deseconomia de escala, quando tal expansão gera aumento do custo médio. Verifica-se, no entanto, rendimentos constantes de escala, quando os custos médios não variam, quando se dá tal expansão.

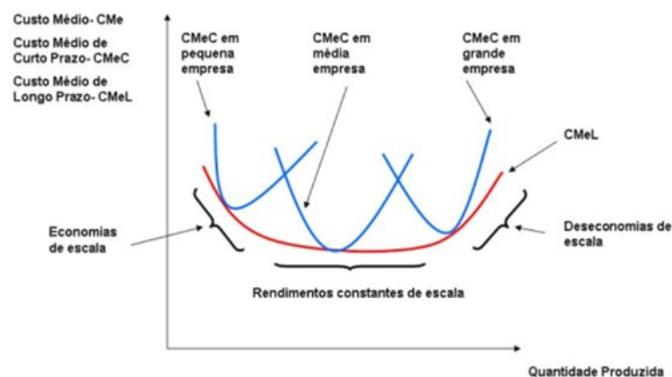


Figura 4– Análise do Custo Médio de Longo Prazo

Fonte: Gráfico do site http://www.creativante.com.br/lettericia/blog/2009/30_2009.html verificado em 28 de junho de 2016.

Isso significa que a EME também pode modificar a depender da perspectiva de curto ou longo prazo. Assim, seja para uma análise de demanda, seja para a análise de barreiras à entrada, seja para a estimação das eficiências da operação, é relevante que estes conceitos sejam apresentados e justificados (e não apenas alegados sem qualquer tipo de comprovação).

3.3. Eficiências no presente caso

As próprias requerentes admitem que o presente caso gera monopólio. Assim, seguindo a jurisprudência do CADE, se há um limite para o uso do argumento de eficiências (sendo este a eliminação da concorrência) sequer caberia aqui fazer qualquer análise a este respeito.

Na eventualidade da hipótese de se relativizar o referido argumento, admitindo-se a análise de eficiência em mercados onde a concentração gera monopólio (com criação de ineficiência X), então, caberia ainda referir que alguns acionistas das requerentes, bem como algumas consultorias especializadas se posicionaram no sentido de que não haveria ganhos de eficiências da operação, que seria realizada apenas para eliminar a concorrência. (vide folhas 20, 35, 80 e 81 dos autos confidenciais CETIP).

Caso se desconsiderem tais informações, compreende-se que seria relevante referir que as informações juntadas ao processo não foram detalhadas o suficiente para uma análise completa de eficiências. Ainda assim, o DEE passa, a seguir, a analisar as eficiências apresentadas de maneira parcial.

3.3.1. As eficiências calculadas foram parciais

A análise de eficiência pressupõe conhecer preço, lucro, custo e uma série de outros fatores que não constam no presente caso. Também, as requerentes apresentaram dois pareceres de eficiência. Um assinado por Carlos Ragazzo, refere que haveria eficiências a respeito de uma série de fatores [como economias de escala, economias de escopo, criação de CCP], mas não quantificaram tais eficiências (RAGAZZO, 2016).

As únicas eficiências mensuradas de maneira quantitativa dizem respeito ao parecer da Consultoria Bain & Company (BAIN&COMPANY, 2016). As eficiências alegadas foram:

RESTRITO

3.3.2. A quantificação apresentada não é vinculativa

O DEE, como visto acima, não concorda com uma série de eficiências. De outro lado, mesmo eficiências que eventualmente poderiam ser derivadas da operação, não parecem ter sido calculadas com tanta certeza por parte dos pareceristas contratados pelas requerentes. Com efeito, o parecer (BAIN&COMPANY, 2016), contratada para avaliar o quantum de eficiências da operação, começa com alguns disclaimers. Há alguns disclaimers que merecem ser transcritos na presente nota, a saber:

- A Bain **não verificou de forma independente as informações que lhe foram disponibilizadas por terceiros** e não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, que tais informações sejam precisas ou completas.
- Informações financeiras, projeções de mercado e análises e conclusões aqui contidas se baseiam (a não ser proveniente de outra forma) nas informações descritas acima e no julgamento da Bain, e **não devem ser interpretadas como previsões ou garantias de desempenho ou resultados futuros definitivos.**
- **Nenhuma responsabilidade será aceita** por qualquer pessoa, incluindo Bain ou os seus respectivos afiliados, diretores, funcionários ou agentes, **para quaisquer erros ou omissões neste Reporte.**

Ou seja, sem sombra de dúvida, tal protege a empresa de Consultoria, mas não dá qualquer garantia alguma de que as informações que lá constam sejam sequer verídicas. De igual forma, esta análise não deve servir para previsões ou garantias de desempenho. Ora, a análise de “eficiências” por parte de uma Autoridade Antitruste busca, antes de tudo, uma garantia de desempenho por parte das empresas que obtém um grau de concentração elevado, sob pena de, em não se conseguindo tal desempenho, os consumidores serem lesados.

3.4. CCP como eficiência da operação?

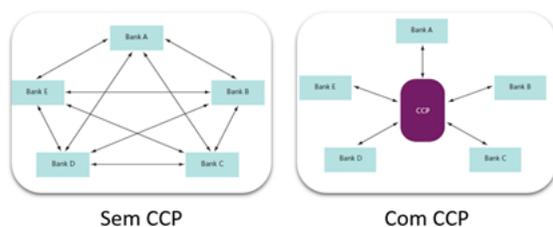
As requerentes referem que uma Contraparte Central Garantidora (“CCP”) é um agente que “*se interpõe entre operações e contratos, tornando-se a compradora para todos os vendedores e a vendedora para todos os compradores. No Brasil, apenas a BVMF oferta esse serviço. No caso específico de interposição de CCP, no Brasil, a operação é registrada na BVMF, única provedora deste serviço e, portanto, também compensada e liquidada pela BVMF*”. Como a Cetip não possui este serviço, as requerentes referem que após a fusão, passará a ter. Assim, para as requerentes, a presente operação permitirá aumento da eficiência de capital para os participantes de mercado, por meio da expansão do leque de produtos de balcão com Contraparte Central Garantidora (“CCP”) [página 1 do Anexo I].

Há um projeto da Cetip atuar como CCP, senão vejamos:

O projeto da CETIP para atuar como CCP sempre esteve relacionado às suas atividades nos mercados de balcão. A CETIP tinha (e ainda tem) a alternativa de utilizar a CCP da BVMF, mas decidiu desenvolver a sua própria CCP, porque essa opção melhor atendia a sua estratégia de colocar à disposição de seus clientes uma cadeia completa de serviços no mercado de balcão, principalmente para os derivativos de balcão. (RESTRITO) Ao atuar como CCP, a CETIP ofereceria aos seus clientes maior suporte nas atividades que já realiza no mercado organizado de balcão, especificamente no que diz respeito à prestação de serviços de contraparte central para derivativos de balcão.

A CETIP também está atenta à tendência regulatória global para a migração de derivativos de balcão para o ambiente de CCPs. Por isso, além de ampliar a sua oferta de serviços no segmento de derivativos de balcão, a CETIP está se preparando caso os reguladores brasileiros decidam antecipar o cronograma de adaptação do arcabouço regulatório brasileiro às diretrizes do G-20 e às melhores práticas internacionais de administração de risco. (RESTRITO)

Como referido (REHLON & NIXO, 2013), as CCPs reduzem a quantidade de transações. Sem CCPs, os bancos, por exemplo, teriam créditos e débitos mútuos, que deveriam ser liquidados bilateralmente. Todavia, com uma CCP as transações se simplificam apenas na relação do Banco com a CCP.



Fonte: (REHLON & NIXO, 2013)

Figura 6 – Transações com e sem CCP

O Parecer de (RAGAZZO, 2016, p. 24) exemplifica como as relações podem ser simplificadas, com uma CCP. Na hipótese abaixo, o agente A teria 4 relações a liquidar com B e C, na ausência de uma CCP. Todavia, caso houvesse uma CCP, estas liquidações se reduziriam a apenas um movimento no qual A receberia dinheiro, considerando a compensação de seus débitos e créditos pela CCP.

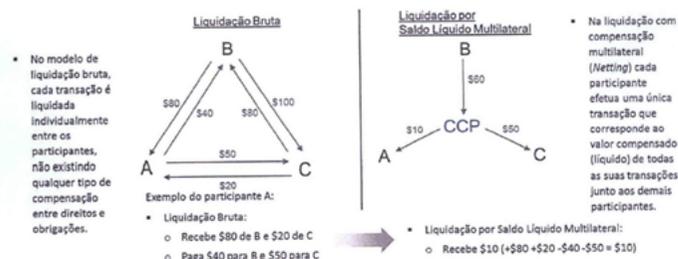


Figura 7 – Papel de uma CCP no relacionamento entre agentes do mercado

Fonte: (RAGAZZO, 2016, p. 24)

Frise-se que no âmbito de uma CCP há também o que se chama de “colateral” que é a garantia que os contratantes devem apresentar à CCP no caso de não conseguirem honrar com seus compromissos (risco de “default”). Segundo (CARRARA, 2013) colateral seria um “ativo financeiro ou de qualquer outra natureza, dado como garantia por um devedor para avaliar determinado empréstimo”. No caso específico das CCPs, o colateral não trataria necessariamente de um empréstimo a ser avaliado, mas da operação em si e dos riscos envolvidos e próprios de default de uma das partes que mantém contrato com a CCP.

De todo modo, (RAGAZZO, 2016, p. 28) argumenta que haveria eficiências derivadas deste ato de concentração, levando-se em consideração o fato de que esta operação criaria apenas uma CCP no Brasil. Uma das eficiências alegadas seria justamente a diminuição da quantidade de colateral necessária para as partes que estão dentro de uma CCP.

Com efeito, tal parecer argumenta no seguinte sentido:

A partir do apresentado no item anterior, ficou mais fácil visualizar a primeira eficiência relativa às atividades de compensação e liquidação das duas plataformas, verificada a partir da possibilidade de submeter determinados produtos de balcão da CETIP - existentes ou a serem futuramente criados - aos serviços de uma CCP, com administração de risco unificada, gerando as eficiências acima descritas (basicamente consistentes num aumento de eficiência na gestão do capital e no controle de risco). Mas resta uma questão em aberto: existem outras possibilidades que viabilizariam a migração de produtos de para um ambiente que conte com a garantia de uma CCP? A resposta a essa pergunta é que nenhuma das possibilidades que se poderia aventar traria o mesmo grau de eficiências e mitigação de risco para os usuários da FMI no mercado financeiro e de capitais brasileiro, nas condições em que ele se encontra atualmente.

Em primeiro lugar, porque a existência de duas CCPs implicaria regramentos, sistemas e funcionalidades duplicadas, o que exigiria que os agentes usuários dessa infraestrutura se conectassem e criassem fluxos e/ou times operacionais dedicados a cada um dos ambientes, o que geraria custos, diretos e indiretos, significativos, provavelmente muito superiores aos emolumentos cobrados pelo uso da CCP, ou seja, custos de natureza operacional.

E, além disso (e talvez, de forma mais importante), porque uma única CCP para o mercado brasileiro implicaria eficiências na utilização de recursos - seja a título de depósito de garantias, seja a título de alocação de capital regulatório - para os usuários dessa plataforma. Ademais, vale destacar que esse movimento (embora devesse ser adaptado para a realidade brasileira) conta com respaldo das tendências internacionais acima mencionadas, que têm cada vez mais estimulado a realização de operações utilizando apenas uma CCP. Explico a seguir as eficiências de escala e escopo.

(...)

A eficiência decorre da já descrita dinâmica natural de mercado, em que operações customizadas realizadas entre instituições financeiras e seus clientes utilizando produtos de balcão, tipicamente, têm seus riscos protegidos por meio da utilização de produtos negociados em bolsa.

Pode-se dizer, dessa forma, que grande parte das operações de balcão gera uma operação de bolsa como contrapartida para protegê-la. Assim, a existência de duas CCPs em que as exposições de risco associadas aos produtos de balcão e de bolsa fossem tratadas de forma separada duplicaria, na prática, a chamada de margem, ou seja, o montante de garantias a serem depositadas junto às CCPs, essencialmente porque os riscos assumidos em cada uma dessas CCPs não seriam compensados. Isso porque o risco associado a um portfólio combinado sujeito à liquidação por meio de uma única CCP, é inferior à soma do risco de portfólios distintos liquidados por mais de uma CCP, ainda que se trate do mesmo conjunto de operações. Justamente por conta da ausência daquela compensação

Em contrapartida, uma única CCP permite uma gestão de portfólio de risco mais eficiente, já que é possível não só enxergar todas as posições do investidor (avaliando de maneira integrada os seus riscos em posições opostas), como também compensar tais posições, uma vez que a CCP, por meio de novação, toma-se a contraparte de todas elas. Essa compensação gera, na prática, uma externalidade positiva muito importante para os usuários da FMI, pois, ao tratar tais exposições de risco de maneira consolidada, evita-se a duplicação de depósito de garantias para as suas operações, sem que isso represente qualquer incremento no risco assumido pela CCP e, em última instância, no risco sistêmico. Ou seja, os agentes depositam valores menores em garantia, sem que isso afete o risco e a segurança do sistema.

As requerentes apresentaram as vantagens de haver uma única CCP. Frise-se, no entanto, que desde 2008, há a possibilidade da BMF e da Bovespa atuarem em conjunto. De outro lado, cita-se, neste ato de concentração, como evidência de sinergias, o fato de que já se conseguiu estabelecer a “primeira etapa” para constituir uma CCP única entre a (1) a BMF-Derivativos (2) a BMF-Câmbio (3) a BMF-ativos e (4) a Bovespa-Renda Variável. De todo modo, mesmo nesta primeira etapa, já se teria conseguido “liberar” garantias [colaterais] da ordem de CONFIDENCIAL.

Ou seja, se está argumentando aqui uma economia no que se chama de “colateral”.

Com efeito, há relevantes economias de rede envolvidas neste debate se há ou não vantagens de uma única CCP. Também foi arguido

- Haveria economias de escopo no âmbito de operações de empréstimo, já que a combinação de Negócios poderia facilitar e antecipar a inclusão de novos ativos no serviço de empréstimo, em especial as debêntures
- Seria criado um “Serviços de Depósito Centralizado”, o que poderia diminuir custos com sistemas e meios de comunicação particulares

- Haveria uma diminuição de equipes dos custodiantes para tratar com a intermediação com as depositárias dos títulos
- Haveria unificação dos Portais de Investidores; de plataformas de registro de ônus e gravames sobre valores mobiliários e ativos financeiros objeto de depósito centralizado
- Haveria economia na emissão e distribuição de títulos
- Haveria economia na geração de informação (Market data)
- Haveria economia de escala na atividade de cadastro

Algumas das atividades referidas acima poderiam, eventualmente, terem sido trazidas com maior detalhamento à discussão com o CADE no âmbito do Anexo I, como participação ou share em Market Data^[3] e em Distribuição de Títulos.

De outro lado, muitas das economias acima não foram quantificadas, o que impede uma avaliação concorrencial mais precisa de seu impacto, ou qual a sua dimensão ou importância em termos de precificação e impacto nos custos da atividade analisada. Também, muitas das questões acima referidas tratam de economias de rede, que são, em última instância, um bem público, derivado da externalidade positiva que a rede gera. Ao serem internalizadas privadamente, podem, talvez, representar ganhos de eficiência derivados da operação. Todavia, caberia questionar se não há meios alternativos para obtenção de tais eficiências e em que medida as economias de rede podem ser utilizadas em benefício privado, mormente quando há custos públicos ou eventual poder de mercado privado derivado de tal internalização. Assim, as economias de rede estão a contrabalançar aqui a criação de um monopólio em detrimento, supostamente, da criação de um modo de produção mais eficiente, sendo necessário avaliar o quantum é possível ou admissível em termos de eficiências aceitáveis deste ato de concentração.

Tal questão se coloca no presente caso, porque o CADE precisa se confrontar não apenas com as benesses das economias de rede derivadas de um maior fluxo de transações dentro da rede, ou com eventual melhoria na avaliação de crédito e diminuição da necessidade de colateral, mas, principalmente, com os custos e *tradeoffs* que há em outras dimensões, em especial, no âmbito concorrencial, derivado de pressões de aumento de custos e de preços em razão da operação.

Neste mercado especificamente, há um grande debate internacional a respeito das possíveis eficiências que uma única CCP pode gerar. Para vários autores, no entanto, a resposta – em especial em um ambiente privado com fins lucrativos – não é tão óbvia ou evidente de que uma única CCP seja a melhor solução. Tal ocorre em especial porque se de um lado é possível haver diminuição de custos de transação ou diminuição do valor de colateral com uma CCP apenas, ou ainda haver outras questões de escala ou de escopo em tal escolha, de outro lado, ao haver uma única CCP as taxas ou tarifas bancárias podem se elevar, na ausência de concorrência entre CCPs.

Há outros argumentos também neste debate. De todo modo, abaixo, serão referidos apenas alguns dos variados pontos de vista a respeito desta questão. A este respeito, Dejan Baric, na sua dissertação de Mestrado da Universidade de Viena, por exemplo, de 2015, intitulada “Derivatives Markets Regulation”, reconhece que:

Obviously, greater number of market participants financing a single CCP would make transaction costs considerably lower for everybody. However, having only a single CCP is the financial equivalent of putting all eggs in a single basket. The size of collateral and huge netting potential make this option very appealing, but at the same time a potential risk of CCP malfunction, either financial or technical in nature would be catastrophic in its consequences for the entire market. Therefore, as one of major attempts of reforming the OTC market centers on risk mitigation and dispersion it would make no sense to introduce a new large scale risk factor such as a single CCP. The other option is to have multiple CCPs, still sufficiently large to enjoy cost benefits, but not too big to fail the entire market in case something goes wrong. Multiple CCPs also offer the advantage of market competition and improve the environment for innovation, where potential benefits and shortcomings would be tested before the market application. Multiple CCPs also address an issue of cross jurisdictional discrepancies. This is especially important in cases when new reforms designed, for example, in EU could be politically unpalatable in the USA, creating implementation problems for a single OTC markets engaged in reforms of the clearing process. Greater degree of regional control could also make it easier for supervisory bodies to perform their function and discover any wrongdoings. The objections of a foreign meddling in the country's financial system could be resolved with greater ease.¹¹⁴ These ideas are summed up in the G20 report stating: “In order to mitigate systemic risk resulting from counterparty credit risk, in the short run, it would be beneficial for there to be a competitive environment for central counterparties without imposing regulatory requirements that unduly fragment the market.”¹¹⁵ Therefore, it is recommended to have more than a single CCP in order to ensure competition. Having multiple CCPs does not necessarily preclude cooperation between several platforms; some CCPs could be interlinked with others if there is a clear advantage that can be relatively easy to implement.¹¹⁶ Consequently, CCPs would enjoy customizable benefits from, for example, increased collateral to cover the margins, but at the same time operate in different market segments and obey different national regulatory bodies and legislation. In order for this option to work for the entire OTC market further international discussions and agreements are necessary, as differences in customizable options cannot be so large to make cooperation unworkable to utilize in practice. Otherwise, trying to connect disparate CCPs would only create an additional level of complexity, and increase the risk of new OTC market crises and instability.

Também a este respeito há a posição da EuroCCP. Tal empresa colocou-se esta mesma pergunta a si mesma: Enfim, o que é melhor, uma única CCP ou competição? Como se pode ver abaixo, a empresa refere que em um ambiente privado (em que a lucratividade é levada em consideração) eventualmente a concorrência com interoperabilidade entre CCPs pode ser uma solução muito superior à existência de uma única CCP.

What is better for a market – a single CCP or competition?

A single CCP offers users the ultimate economies of scale and efficiency in settlement, collateral and capital costs. The usual drawbacks associated with a monopoly's potential abuse of its dominant position could be mitigated through a non-profit business model and effective user governance. Competition is desirable in a for-profit environment as a means to lower costs and improve services for users, and encourage innovation. Full interoperability achieves the optimal combination of a virtual single CCP from each user's perspective and the benefits of competition. Under full interoperability, users can choose to work with a single CCP selected from possible choices within a competitive environment.

Europe's problem is that today there are multiple CCPs but limited competition, and different stakeholders have different ambitions. Trading venues' business interests cause them to choose different CCPs, and incumbent CCPs uncertain of their ability to compete are reluctant to interoperate. A single CCP achieves economies of scale and lowers the unit cost of production, with benefits accruing to shareholders or users, or both. Provided that the CCP's governance ensures effective constraints to abuse of dominance, a single CCP could also be user-friendly. From a risk management point of view, each CCP can perform well whether there are one or many CCPs. However, in the event of a default, separate CCPs might collectively suffer a bigger loss than if all the positions of the defaulter were in a single CCP with risks offset within a single portfolio of open positions. A trading venue might have good reasons to prefer to give its trade feed to a single CCP. It might look to a CCP in which it has an economic interest as a source of revenue, or prefer the simplicity of a single CCP relationship. It could also refuse access to a competitor's CCP in order to protect its own business. Alternatively, a trading venue might choose competitive clearing, for example if it anticipates this could increase its trading volumes, more than offsetting any lost revenues or additional costs. A venue could also introduce competitive clearing in order to prevent a loss in market share to venues that have more attractive clearing arrangements.

From a user's perspective, there are strong reasons why CCP competition is desirable. Some want to be able to choose the CCP that best fits their business model. Others want to be able to consolidate clearing with fewer CCPs (or one CCP) to gain operational efficiencies, to consolidate risk management and reduce capital requirements. Many users believe that competition is necessary to bring and keep costs down, increase responsiveness, and generally improve service quality.

Even though many users favour competition, there are some who believe that Europe needs a single, pan-European CCP that is user-owned, user-governed, and operated at cost. The challenge is how to implement this vision when there are many CCPs in Europe with a wide variety of ownership and governance structures.

Outra opinião referida no paper de discussão do (TCFR, 2012, p. 4) “*Council of Financial Regulators*” da Austrália^[4], refere os seguintes benefícios de uma concorrência no âmbito das CCPs:

Competition between CCPs clearing ASX securities might be expected to deliver the types of benefits realised in other competitive markets. These benefits include lower fees to users (both clearing participants and market operators) through the reduction of an individual CCP's market power, and greater incentives to innovate as a means of attracting a higher market share. In addition, the presence of multiple CCPs can support financial system stability by making it less likely that trading activity in the market would cease completely should a single CCP experience a persistent operational disruption or exit the market for either commercial, financial or

legal reasons. Competition in clearing ASX securities could also encourage competition in trading services by precluding the need for market operators competing with the ASX to reach agreement with the ASX 5 for use of its clearing services. Further, a market operator's ability to innovate in the trading services it provides may be enhanced by having tailored arrangements with a preferred CCP.

O referido Conselho fez também uma ponderação de riscos derivados da maior concorrência no setor. Referiu que na hipótese de haver concorrência, eventualmente, poderia haver um problema de liquidez, de aumento de custos de interoperabilidade e eventual “*corrida para baixo*”, no seguinte sentido:

in the event that trade flows in the most liquid securities were concentrated in a particular CCP, other CCPs would be left to manage exposures related to less liquid securities. This may be more difficult and costly than managing the risk of more diversified or more liquid portfolios because there is less scope for netting or offsetting exposures. (...) While competition between CCPs would be expected to lead to downward pressure on the fees charged to clearing participants, connecting to all CCPs in a multi-CCP environment could increase other costs to participants. Moreover, these increased costs could have a disproportionate effect on smaller market participants. (TCFR, 2012, p. 9)

'Race to the bottom' In the presence of competition between CCPs, there is a risk that CCPs could compete on the basis of less stringent risk controls. To the extent that the opportunity cost of posting margin or making default fund contributions is an important determinant of market participants' trading decisions and their choice of trading and clearing venues, CCPs may have an incentive to relax these requirements in order to attract participants' trade flow. The opportunity costs incurred by participants could be further reduced by lowering eligible collateral standards, or increasing the remuneration on posted collateral. A CCP might also have the incentive to lower participation requirements (for example, minimum capital requirements) in order to encourage participation, in particular by firms previously ineligible to participate in a CCP directly. (...) To date, there is little empirical evidence to support the notion of a race to the bottom among competing CCPs. CPSS (2010) suggests that there is 'tentative evidence' in respect of margin requirements in some equity and interest rate swap markets, and 'anecdotal evidence that CCPs offer different rates of remuneration [on posted collateral] based on commercial considerations'. Zhu (2011) considers developments in the risk-management models employed between 2007 and 2010 by three European CCPs — LCH.Clearnet SA, European Multilateral Clearing Facility (EMCF) and EuroCCP — but finds little evidence to suggest that risk controls had been lowered as a result of competition. A related issue is the indirect effect of competition on risk management, possibly arising from an increased incentive to cut costs. Where fewer resources are devoted to operational staff and systems, the robustness of risk controls may be harmed. This could be particularly relevant to the introduction of new services. As in other markets, competition between CCPs is likely to create an incentive to innovate. It may be that, at the margin, the commercial pressure to bring new services to market leads to an erosion of the risk controls that might otherwise be applied around the implementation of a new service. (TCFR, 2012, pp. 15-16)

O referido estudo, no entanto, também identificou respostas específicas para tratar tais desafios, como a imposição regulatória de princípios do tipo “*CPSS-IOSCO Principles for financial market infrastructures*”.

Após tal estudo, o Conselho emitiu uma sugestão de inclusão de cláusulas que permitissem a concorrência no mercado Australiano no âmbito do documento “*Competition in Clearing Australian Cash Equities: Conclusions A report by the Council of Financial Regulators*”^[5]. Em 2015, no documento “*Review of Competition in Clearing Australian Cash Equities*”^[6], e em 2016^[7], no documento “*Minimum Conditions for Safe and Effective Competition in Cash Equity Clearing in Australia*” sugeriram-se modificações legislativas para haver concorrência de maneira segura no setor:

The Minimum Conditions (Clearing) relate to the following.

1. Adequate regulatory arrangements. These should include: (a) rigorous supervision against the CCP Standards and other requirements under the Corporations Act (b) application of the CFR's framework for regulatory influence over cross-border CS facilities (c) ex ante wind-down plans (d) appropriate arrangements for regulatory oversight in a multi-CCP environment.
2. Appropriate safeguards in the settlement process. The cash equity settlement model applied in a multi-CCP environment should seek as far as possible to preserve the efficiencies of the prevailing settlement model at the time a competitor emerged, while: (a) affording materially equivalent priority to trades novated to a competing CCP (b) minimising financial interdependencies between competing CCPs in the settlement process (c) facilitating appropriate default management actions.
3. Access to the securities settlement infrastructure on non-discriminatory, transparent, fair and reasonable terms.
4. Appropriate interoperability arrangements between competing cash equity CCPs.

Esta discussão, com certeza, é relevante. Todavia, a mesma diz respeito muito mais a aspectos de cunho regulatório do que próprios de serem abordados pela Autoridade de Defesa da Concorrência, no âmbito de um ato de concentração. Assim, o que se pode extrair é que os argumentos apresentados a tal Autoridade foram suficientes para mostrar que haveria benefícios em haver concorrência neste âmbito, em que pese alguns passos pré-estabelecidos pela regulação fossem necessários.

(LEE, 2010) apresenta os argumentos favoráveis à existência de uma única CCP, mas também mostra a visão do DOJ (Departamento de Justiça norte-americano) rebatendo tais argumentos, em prol de um ambiente com maior concorrência:

while it may be most efficient to centralise clearing services across markets in a single CCP, it may in contrast be more efficient to have competition between multiple trading systems. In addition, integration of ownership may lead to opaque pricing for clearing and settlement services, if the costs of trading, clearing, and settlement are not clearly distinguished. The central justification for integrated ownership of trading, clearing, and settlement is that it can yield significant efficiencies. Pirrong (2007a: 38) argues that trading, clearing, and settlement, each exhibit strong natural monopoly tendencies, and accordingly: [s]upply of these functions by separate firms can give rise to multimarginalization problems and opportunistic holdups. Integration of these functions into a single firm - an exchange - can economize on these costs.²⁶ There may also be economies of scope if the different activities are undertaken by a single institution. Integrated ownership of an exchange and a CCP may, for example, facilitate a trading system to be directly linked with a CCP, with trades being electronically matched and passed through to the CCPs' clearing systems. STP in a single institution may also minimise operational risks. Seifert argues (2001: 18-19):²⁷ The entire value-added chain of securities processing from the initial matching of trades and the determination of prices to the final steps in clearing and settlement has to work with extremely high reliability. Where new systems are very frequently introduced, and improvement is continuous, only vertically integrated organisations can combine innovation with the level of reliability that customers require. It has, however, been claimed that such STP between an exchange and a CCP is practical without the need for combined ownership of both institutions.²⁸ Integrated ownership of exchanges and CCPs has also been argued as promoting competition, rather than obstructing it, in that it allows exchanges to compete by offering different full service options. Market participants can thereby compare the full service offerings of integrated exchanges, namely in trading, clearing and settlement.²⁹ There have been few theoretical or empirical analyses that focus specifically Various additional arguments have been put forward as to why even if exchange ownership of the clearing function is not appropriate for the equities markets, it is optimal for the derivatives markets. Freedberg (2008), for example, maintains that: Although a horizontal clearing model may be suitable for equities, the situation in derivatives is very different. Ordinary shares are standardised instruments issued by the listed company, and clearing and settlement is straightforward and prompt. Exchange traded derivative futures products are different. They are proprietary instruments in the development of which the exchanges make substantial investment. The clearing process is inherently more complex, extends over a far longer period, and is more reliant on proprietary know-how bound up in the product, than is the case for ordinary shares. The US Department of Justice (DOJ) (2008: 20) identified three principal arguments typically put forward in favour of such control: (1) ... sufficient reward to promote innovation can only be assured if replica contracts are kept off the market and ... exchange controlled clearing helps achieve that objective; (2) trading of futures on multiple exchanges could adversely affect traders by fracturing liquidity and diminishing market depth; and (3) the current system minimizes the risk of default. The DOJ then maintained that all three arguments were open to criticism in light of the experience of competition in the equities and options markets. In particular, the DOJ noted that competition between exchanges can spur them to innovate; that the likely effect of competition between futures exchanges would be significantly lower exchange fees, narrower spreads, and greater trading volume, as occurred in the options markets; and that both the options and equities markets, where exchanges do not control the clearing process, have successfully protected investors from default.

Então, o DOJ dos Estados Unidos e o *Council of Financial Regulators* da Austrália avaliaram tal questão e se posicionaram no sentido de que haveria virtudes na concorrência, em que pese houvesse alguns ganhos de diminuição de custos de transação com uma única CCP.

A Europa, de outro lado, já possui regulação específica que prevê concorrência entre CCPs. E, mais do que isto, já passou por uma situação muito semelhante, em face de um ato de concentração entre agentes que operavam CCPs.

3.4.1. Experiência da Europa

Na Europa, como já referido anteriormente, houve a análise do caso *Deutsche Börse / NYSE Euronext* (Case No COMP/6166 – DEUTSCHE BÖRSE / NYSE EURONEXT). Grande parte da discussão está abaixo transcrita se haveria ou não diminuição ou economia do “colateral”, com a diminuição de uma CCP. Como se pode ver pela discussão abaixo referida, entendeu-se que haveria, sim, diminuição de colateral, mas não na proporção mencionada pelas requerentes. Também, compreendeu-se que este não seria um argumento que por si só seria capaz de afastar os problemas de ordem concorrencial que seriam gerados pelo ato de concentração, motivo pelo qual a operação foi reprovada na Europa.

Além da discussão da poupança do colateral, foi apresentado, também, na Europa, argumento de que a operação iria aumentar a liquidez do mercado. Com efeito, o valor salvo com a margem do colateral e com a diminuição dos custos de acesso poderia aumentar o número de agentes, melhorar a combinação de produtos, sendo que as inovações se multiplicariam em novas oportunidades de negócios. Com mais participantes e menos custos, criar-se-ia um círculo virtuoso no sentido de haver mais ativos sendo investidos, o que geraria maior liquidez.

A Comissão Europeia, por outro lado, analisou o impacto de legislações como MiFID, que, em maio de 2004, permitiu a entrada da LSE [com o sistema DTS] para competir com a Euronext Amsterdam. A UK Competition Commission referiu que tal movimento foi responsável pela diminuição de 30% do preço das tarifas neste mercado [UK Competition Commission. Final report on Deutsche Börse AG, Euronext NV and London Stock Exchange plc- A report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Börse AG or Euronext NV, Recital 5.42 where the Competition Commission makes reference to LECG *Efficiency gains from the integration of exchanges: CC econometric questions*. 8 June 2005].

A Comissão Europeia citou o trabalho de (FOUCAULT & MENKVELD, 2008), no sentido de que a competição entre mercados aumenta a concorrência e diminui taxas. Tais autores fizeram a ressalva que alguns consumidores podem ser prejudicados, em especial quando não utilizam “*smart order routing systems*”. Também, a partir da regulação da negociação algorítmica (incluindo negociação de alta frequência), a Comissão Europeia compreende que os termos de negociação se modificaram. Ou seja, com mais concorrência, os custos com CCPs caíram sensivelmente entre 2006 e 2009, conforme alegado no precedente *Deutsche Börse / NYSE Euronext*:

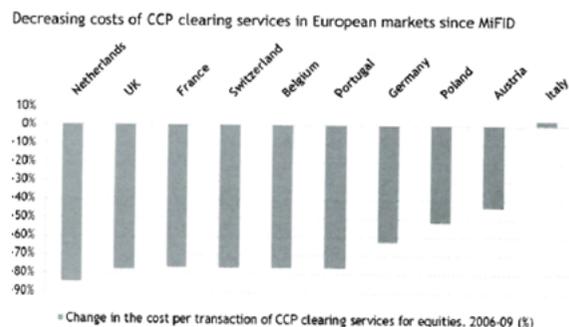


Figura 8 – Diminuição de custos de CCP após introdução de concorrência na Europa

Ou seja, há razoável expectativa de que a ausência de concorrência neste setor específico gera poder de mercado não necessariamente compensado por diminuições de custos que um eventual monopólio possa ter.

3.4.2. Estudo da Oxera

A Oxera apresentou estudo sob encomenda da CVM, que teria analisado uma série de questões concorrenciais deste mercado. (OXERA, 2012). O estudo referiu que a concorrência no mercado por serviços de CCP é possível, conforme comprovado por experiência na Europa. Todavia, a adoção de estratégia semelhante no Brasil, oferecendo compensação para valores mobiliários de grandes empresas latino-americanas pode não ser tão bem sucedida. Tal ocorrência em grande medida devido às barreiras à entrada neste mercado e à necessidade de cooperação (interoperabilidade) entre CCPs. De outro lado, a Oxera compreendeu que uma opção com custos de entrada mais baixos poderia ser a entrada de uma plataforma de negociação com acesso à CCP já estabelecida—o modelo de acesso aberto. Isso exigiria a cooperação da instituição já estabelecida, de modo a assegurar que o acesso à CCP fosse oferecido em termos condizentes. Ou seja, seria uma espécie de compartilhamento de estruturas.

A Oxera apresentou alguns cenários contrafactuais ao que existe atualmente. Segundo tal consultoria, a introdução de concorrência aumentaria o custo dos corretores. Entre os custos considerados a Oxera computou que o modelo de negócio dos corretores “*exige que incorram em vários custos, cobrindo sistemas de roteamento de ordens, conectividade à bolsa, pessoal de apoio, cumprimento de regulação, e sistemas de coleta de dados. Além disso, corretores (ou pelo menos os que são agentes de compensação) incorrem em custos referentes à exigência de que depositem garantias a favor da CCP (também conhecida como exigências de margem). É provável que a introdução da concorrência faça com que os corretores incorram em custos adicionais em razão de ajustes aos sistemas internos e pessoal adicional, entre outros*”.

Ou seja, o estudo da Oxera estaria incorporando e, mais do que isso, contabilizando quanto haveria de ônus em razão da elevação de custos de transação e bônus (diminuição de tarifas, por exemplo, em razão da maior concorrência). Como se verifica na tabela abaixo, o aumento de custos dos corretores esperada é muito menor que o impacto líquido [positivo] para investidores.

	Cenário contrafactual 1	Cenário contrafactual 2
Custo explícito de negociação e pós-negociação	Diminuição em torno de US\$18.6 milhões - US\$89.3 milhões	Diminuição em torno de US\$80.9 milhões - US\$268.9 milhões
Custos dos corretores	Aumento em torno de US\$2.9 milhões - US\$5.3 milhões	Aumento em torno de US\$2.9 milhões - US\$5.3 milhões
Custos implícitos	Não se espera impacto significativo	Não se espera impacto significativo
Mudanças nos volumes	Aumento de 0,6%-3,8%	Aumento de 3,4%-11,7%
Impacto líquido para investidores	Diminuição custos da ordem de \$13.34 milhões - \$86.5 milhões	Diminuição de custos da ordem de \$75.6 milhões - \$266.1 milhões
	Diminuição de custos de transação da ordem de 0,4%-2,6%	Diminuição de custos de transação da ordem de 2,3-8,1%
Receita de infraestrutura	Diminuição em torno de US\$11.2 - US\$71.9 milhões	Diminuição em torno de US\$59.7 - US\$238.0 milhões
Custos de infraestrutura	Aumento em torno de US\$8.0 - US\$15.8 milhões	Aumento em torno de US\$21.5 - US\$27.3 milhões
Impacto líquido para provedores de infraestrutura	Previsão de diminuição do excedente do produtor em torno de US\$26.9 milhões - US\$83.3 milhões	Previsão de diminuição do excedente do produtor em torno de US\$87.4 milhões - US\$260.2 milhões
Aumento no custo de regulação	Aumento em torno de US\$10.3 milhões	Aumento em torno de US\$10.5 milhões

Fonte: Oxera.

Tabela 6 - Resumo do impacto direto estimado resultante da introdução da concorrência, por ano (OXERA, 2012, p. 167)

Posteriormente a própria BVMF apresentou uma resposta ao estudo da Oxera, obtendo-se, na internet, apenas o slide da referida apresentação. Tal apresentação é intitulada “*Debate promoted by the CVM on the Oxera Consulting Report*”^[8]. De acordo com tais slides:

“As we will argue, the report underestimates:

- i. The implicit costs of liquidity fragmentation
- ii. The IT costs and those of brokers, custodians and clearing members processes
- iii. The regulatory costs

The report also fails as regards the comparative analysis of the prices and the estimate of benefits:

- i. It fails to properly include the peculiarities of the beneficiary-end owner model adopted in Brazil
- ii. It practically fails to approach the question of the all-in cost for end-investors to trade on the secondary market, almost certainly the most relevant measure for purposes of price comparison
- iii. It overestimates the benefits deriving from price reductions”

Entende-se que tal debate deveria ter sido travado, minimamente, também nestes autos. Seria interessante ouvir tanto a Oxera como a própria CVM ou Bacen. De outro lado, o que é importante analisar é que o debate no CADE é diferenciado. Aqui não se está debatendo se há ou não algum risco de liquidez ou necessidade de regulação adicional. O lugar do referido debate é no âmbito dos órgãos reguladores. Uma vez que a regulação tenha permitido a concorrência, cabe verificar quais os efeitos que tal concorrência (cenário sem este ato de concentração) traria vis-à-vis eventuais eficiências da operação (cenário com este ato de concentração).

A este respeito, as informações que o CADE possui até o momento, derivadas de documentos produzidos pelas próprias requerentes, é que haveria espaço para alguma concorrência entre as empresas, tendo em vista os planos da Cetip entrar no segmento de CCP. Tais documentos e tais planos se dão em um ambiente e em um contexto em que há um cruzamento razoável entre acionistas de ambas empresas.

3.4.3. CCP e eventual concorrência com CETIP

Antes de falar se a operação atual irá ou não diminuir o custo do colateral, há necessidade de avaliar, pré-operação, quanto das operações da Cetip e da BMF são de fato colateralizadas, em especial no âmbito do mercado de balcão, sem CCP.

Ora, se há agentes sem crédito de derivativo colateralizado, a criação de um mercado com apenas uma CCP, que demanda colateral, tende a aumentar o custo de sua transação. Assim, eventualmente, as requerentes estão contando com esta obrigação de criação de créditos de balcão colateralizados, que podem servir muito bem para efeitos macroeconômicos e para diminuição de riscos. De outro lado, não há como negar que para um agente que não possui colateralização de crédito que tal agenda representa uma elevação do seu custo. E tal elevação de custos pode vir como uma imposição privada e unilateral da nova empresa a ser formada (e não via uma regra regulatória que faça tal imposição). De todo modo, este dado é relevante, a respeito: (i) de qual seria o percentual de contratos não colateralizados [que não utilizam colaterais da BVMF ou o CetipColateral]? e (ii) como a alegada eficiência de diminuição do custo ou da exigência de colateral solicitado pode afetar consumidores cujo colateral, atualmente, é zero?

A respeito deste tema, cita-se o estudo de (CARRARA, 2013, p. 131). Aniela Carrara entrevistou o **gerente de títulos e registro da Bolsa Brasileira de Mercadorias, Roberto Ricardo Barbosa Machado**, que se manifestou no seguinte sentido:

Ele “falou essencialmente sobre os contratos de balcão não organizados, tanto daqueles registrados na BBM, quanto daqueles registrados apenas em cartórios. Boa parte da contribuição desta entrevista no que tange a estes contratos, foi inserida no conteúdo das subseções 4.2.1 e 4.2.2 do capítulo quatro. No que diz respeito à sugestão de se implantar uma clearing para os contratos de balcão como um todo, Machado (2012) falou sobre esta possibilidade para os contratos de balcão não organizado, em específico para os agropecuários, em sua opinião, **tal implantação seria inviável**, já que exigiria de ambas as partes garantias no mínimo de 120% do valor do contrato, e ainda estas garantias deveriam ser de alta liquidez, e **os agentes participantes deste tipo de contrato não**

têm condições de arcar com tamanhas garantias, principalmente quando se trata do produtor, que já está fazendo o contrato para obter financiamento para sua produção. Para Machado (2012), é muito mais barato pagar as garantias e os ajustes diários exigidos no mercado futuro, mas como já é sabido que o produtor não tem liquidez para fazer frente à sua entrada no mercado futuro, então muito menos condições ele teria de colocar seus contratos em uma possível clearing.

Machado (2012) acredita que o volume de contratos de balcão não organizados que só foram registrados em cartório, também conhecidos como contratos de gaveta, pode estar em torno de 40 bilhões de reais, mas não há como afirmar com certeza este número, já que não existe um registro destes contratos em algum sistema específico, seja ele autorizado ou não pelas autoridades competentes. Logo a sua apuração é praticamente impossível, uma vez que dependeria da informação de todos os cartórios que registram este tipo de contrato. Para o entrevistado, o ideal é que todos os contratos pudessem ser registrados em sistemas especializados, para que se pudesse saber o tamanho real deste mercado. Mas como foi apresentado no decorrer deste trabalho, já existem sistemas de registro de contrato de balcão na BM&FBOVESPA, na CETIP e na BBM, a questão é que os agentes que negociam tais contratos, não têm interesse de registrá-los, segundo Machado (2012).

Para reforçar a tese de que **os agentes não têm interesse de registrar seus negócios, nem de inseri-los em sistemas que traga a eles mais garantias e respaldos**, o entrevistado contou que a BBM criou e disponibilizou um sistema de negociação de boi, que traria mais segurança para ambas as partes do negócio, porém excetuando os negócios experimentais, o sistema, que existe até hoje, não registrou nenhuma transação. Em suma, na opinião de Machado (2012) a proposta de implantar uma clearing no mercado de balcão brasileiro que abranja os contratos agropecuários de balcão não organizados não é viável, isso porque os agentes que efetuam este tipo de contrato não teriam como arcar com as despesas exigidas por tal central contraparte e também eles não têm interesse de fazer uso de tal serviço, mesmo sabendo dos riscos inerentes aos contratos de balcão não organizados. Para o entrevistado o ideal seria que todos os contratos de balcão não organizado fossem registrados em sistemas especializados, para que dessa forma houvesse estatísticas disponíveis que pudessem contribuir para um melhor mapeamento e entendimento do mercado de balcão não organizado brasileiro.

A segunda entrevista foi feita com Carlos Eduardo Ratto Pereira Pereira, diretor executivo de produtos comerciais e marketing da CETIP S.A.. O primeiro tema abordado na entrevista foi sobre o sistema de gestão de colateral, que proporciona o gerenciamento do risco bilateral dos negócios de balcão registrados na CETIP S.A., as informações obtidas sobre este tema foram incorporadas na subseção 3.3.2.2 do capítulo três, que trata da CETIP S.A. e dos contratos de balcão registrados por ela. Já o segundo tema discutido com Pereira (2012), foi a solicitação de autorização do Banco Central e da CVM, pedido pela CETIP S.A., para estruturar uma câmara de compensação e liquidação (clearing) em seu sistema de serviços. Segundo o entrevistado, a idéia no que tange ao mercado de balcão organizado, é oferecer o serviço de negociação de derivativos de balcão sob uma clearing, já que atualmente a CETIP S.A. é responsável apenas pelo registro destes negócios. Porém, os serviços de clearing inicialmente serão oferecidos apenas para aqueles derivativos de balcão organizados menos complexos. Por fim, outro ponto tratado com Pereira (2012) foi sobre medidas que podem trazer uma maior regulamentação para o mercado de balcão como um todo, para ele no que diz respeito ao mercado de derivativos de balcão, que é o mercado de balcão que a CETIP S.A. esta mais próxima, o Brasil apresenta regulações bem mais rígidas do que, por exemplo, a dos EUA (como foi verificado no capítulo três deste trabalho), isso porque todos os negócios de derivativos de balcão são registrados em instituições que estão sob a égide da CVM, logo fazem parte do segmento organizado do mercado de balcão. Em sua opinião, é importante trazer os contratos de balcão não organizado para um registro especializado, no sentido de garantir mais transparência ao mercado de balcão como um todo.

Contudo, o segundo entrevistado mostra dentre outras coisas, a iniciativa da CETIP S.A. em montar uma clearing para os contratos de balcão organizados, que até então ela só registrava. Esta parece ser uma medida alinhada com a tendência internacional que já foi explorada neste estudo, de trazer para dentro de uma central contraparte os contratos de balcão. No que tange aos contratos agropecuários do segmento não organizado, apesar de não ser sua especialidade, Pereira (2012) vê grande importância no registro destes contratos, no sentido de dar mais clareza a eles e, por conseguinte, ao mercado de balcão não organizado como um todo. Logo, o que se aprende das entrevistas com os dois agentes do mercado, é que há um consenso entre eles de que propostas para aumentar a transparência do mercado de balcão, em especial a do mercado de balcão não organizado, são necessárias e com certeza poderão trazer benefícios para tal mercado. **Porém a sugestão da implantação de uma clearing parece não ser viável atualmente, pelo menos para os contratos agropecuários de balcão não organizados, não só pelos gastos que traria para ambas as partes do contrato, mas também pela baixa adesão que teria, já que segundo Machado, muitos dos que realizam contratos de balcão não organizado, preferem deixá-los na “gaveta”, ou seja, guardados, sem registrá-los em órgãos como a BM&FBOVESPA, a CETIP ou a BBM.**

Ora, se há uma parte dos produtores que se vale de títulos que não utilizam e não conseguirão utilizar, mesmo após a operação, uma operação colateralizada, a imposição deste tipo de obrigação tende a encarecer o custo do crédito para este tipo de consumidor. Aparentemente, mesmo com a CCP, nem todo o crédito será colateralizado. Aliás, as requerentes possuem perspectiva de “diferenciar preço” pós operação entre operação colateralizada e não colateralizada, vide (folha 235 autos confidencias BVMF) .

Talvez, este tipo de consumidor, com baixa elasticidade, considerando sua necessidade de crédito da produção agrícola, que prefere assumir riscos grandes para gerir sua produção, não saia tão bem pós operação. Veja-se que aqui sequer há o argumento prudencial de que se está tentando ajustar o mercado brasileiro para que exista apenas crédito colateralizado. O que há é uma expectativa de aumento de preço do crédito não colateralizado que poderá ser discriminado pós-operação.

4. CONCLUSÃO

Não foi possível fazer uma análise exaustiva das eficiências da operação, já que muitas não foram quantificadas. De outro lado, ao longo desta nota, mostrou-se que:

- Há elevadas concentrações de mercado, conforme definição de mercado relevante proposta pelas requerentes
- A alegação de que uma única CCP poderia gerar economias de escala e escopo, não foi aceita em diversas outras jurisdições, mormente na Europa, onde há concorrência entre CCPs, bem como diminuição das tarifas associadas.
- As eficiências de custos fixos estimadas possuem vários problemas conceituais. Não se está aqui referindo que o CADE não deva as aceitar apenas porque são custos fixos, mas pelos motivos amplos e genéricos como foram expostas ao CADE, além de outras questões referidas na presente nota.
- O estudo da Oxera identifica que há mais ganhos do que perdas em termos de “economias” de colateral para investidores ao se permitir ou ao existir concorrência entre CCPs. Deste modo, a alegação de que este ato de concentração é a única forma de obtenção de eficiências alegadas, de escopo ou de escala, em razão de se constituir uma CCP única, relativiza-se.

É o parecer.

DEE

5. BIBLIOGRAFIA

AC DGB/Chinaglia, Ato de Concentração 08012.013152/2007-20 (DBG Logística - Distribuição Geográfica do Brasil e Fernando Chinaglia Distribuidora S.A.) (CADE 26 de Agosto de 2009).

AC Unimed Franca/Hosp.Regional Franca, Ato de Concentração nº 08700.003978/2012-90 (Hospital Regional de Franca S.A e Unimed Franca). (CADE 3 de Abril de 2013).

- BAIN&COMPANY. (Setembro de 2016). Projeto PLURAL Estudo de eficiências de custos para combinação de BM&FBOVESPA e Cetip. *Parecer em forma de slides. Autos Confidenciais das requerentes.*, 206-282.
- CARRARA, A. F. (2013). *O mercado de balcão brasileiro: um estudo sobre as características e a regulamentação. Dissertação de Mestrado em Economia.* Piracicaba: USP.
- COATE, M. B., & HEIMERT, A. J. (Fevereiro de 2009). Merger Efficiencies at Federal Trade Commission 1997-2007. Acesso em 1 de Novembro de 2016, disponível em <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/merger-efficiencies-federal-trade-commission-1997%E2%80%932007/0902mergerefficiencies.pdf>
- FOUCAULT, T., & MENKVELD, A. (2008). Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems. *Journal of Finance, AFA 2006 Boston Meetings Paper; EFA 2005 Moscow Meetings Paper, 63.* Acesso em 3 de Novembro de 2016, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1140795>
- IVALDI, M., & KHIMICH, A. 2. (7 de Maio de 2014). Towards Guidelines for Efficiency Analysis in Mergers and Antitrust Cases, Report to the Regional Competition Center for Latin América. 1-41.
- LEE, R. (2010). *The governance of Financial Market Infrastructure.* Oxford: Oxford Finance Group - Princeton University Press.
- LEIBENSTEIN, H. (1966). Allocative efficiency vs. "X-efficiency". *The American Economic Review, 56(3)*, 392-415.
- LEIBENSTEIN, H. (1978). X-inefficiency Xist: Reply to Xorcist. *The American Economic Review, 68(1)*, 203-211.
- LUCAS, M. R. (2003). Pricing Decisions and the Neoclassical Theory of the Firm, 1. *Management Accounting Research, 14*, 201–217.
- MANKIW, G. (2003). *Principles of Economics.* Mason: South-western Cengage Learning.
- OCDE, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2012), The role of efficiency claims in antitrust proceedings, Policy Roundtables.
- OXERA. (2012). Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil? *Preparado para a Comissão de Valores Mobiliários.* Acesso em 2016 de Novembro de 3, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf
- POSTALI, F. A. (2012). *Rendas do Petróleo e ineficiências administrativas nos municípios brasileiros. Tese de doutorado em Economia.* São Paulo: USP.
- RAGAZZO, C. (7 de Outubro de 2016). Parecer. *Autos confidenciais às requerentes*, 154-205.
- RBB Economics, (2014) Cost pass-through: theory, measurement, and potential policy implications A Report prepared for the Office of Fair Trading (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/320912/Cost_Pass-Through_Report.pdf, Acesso em 31/10/2016)
- REHLON, A., & NIXO, D. (2013). Central counterparties: what are they, why do they matter and how does the Bank supervise them? *Quarterly Bulletin*, 1-10.
- RUBINOVITZ, R. (2008). New Thinking on the Role of Fixed Cost Savings in Merger Analysis,. *theantitrustsource*, 1-7.
- STIGLER, G. (1976). The Xistence of X-efficiency. *The American Economic Review, 66(1)*, 213-216.
- TCFR, T. C. (Junho de 2012). *Council of Financial Regulators: Competition in the clearing and settlement of the Australian cash equity market - Discussion Paper.* Fonte: <http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/Consultations/2012/Competition%20in%20the%20clearing%20and%20settlement%20of%20the%20Australian%20cash%20equity%20market/Key%20Documen>
- VARIAN, H. (1992). *Microeconomic Analysis.* Nova Iorque: WW Norton.

[1] RBB Economics (2014), Cost pass-through: theory, measurement, and potential policy implications A Report prepared for the Office of Fair Trading. (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/320912/Cost_Pass-Through_Report.pdf, Acesso em 31/10/2016)

[2] Algumas vezes, tal discussão é referida por intermédio da “teoria da firma”. Ocorre que, no Direito, firma pode ter diversos significados. Por exemplo, de acordo com o Código Civil “Art. 1.155. Considera-se nome empresarial a firma ou a denominação adotada, de conformidade com este Capítulo, para o exercício de empresa”. Ou seja, firma, no referido contexto, refere-se tão somente ao nome da empresa. Além disto, firma pode dizer respeito à assinatura de um documento (vide art. 654 do Código Civil). A este respeito, cabe verificar, também, Decreto 6932/2009, art.13, art. 158, art.221, II, entre outros da Lei 6.015/1973. Portanto, em que pese exista vasta literatura sobre “teoria da firma”, aqui será referido como “teoria da empresa”.

[3] Cita-se, aqui, o exemplo do Market Data. Sobre market data, o parecer de Ragazzo referiu que ambas empresas atuam, mas, salvo melhor juízo, não houve apresentação das informações deste mercado no âmbito do Anexo I, como concentração horizontal. Com efeito, Ragazzo referiu que: *As empresas requerentes* “comercializam market data, serviços de difusão de dados relativos aos valores mobiliários e ativos financeiros operados nas suas plataformas, utilizadas por

terceiros para a tomada de decisões de investimento. Além de market data, as duas empresas comercializam também market reports, que são análises de dados consolidados, vendidos como inteligência de mercado.”

[4] De acordo com o site <http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/Consultations/2012/Competition%20in%20the%20clearing%20and%20settlement%20of%20the%20Australian%20cash%20equity%20market/Key%20Docu> verificado em 3/11/2016

[5] De acordo com o site <http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Publications%20and%20Media/Publications/2013/Council%20of%20Financial%20Regulators%20advice%20on%20competition/Downloads/Competition%20in%20clearing%20and%20settle> verificado em 3/11/2016

[6] De acordo com o site <http://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2015/review-of-competition-in-clearing-australian-cash-equities.pdf>, verificado em 3/11/2016

[7] <http://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2016/minimum-conditions-safe-effective-cash-equity/pdf/policy-statement.pdf>

[8] De acordo com <http://ir.bmfbovespa.com.br/enu/1623/ApresentaoBMFBOVESPARelatrioOxera29062012English.pdf>, verificado em 3/11/2016



Documento assinado eletronicamente por **Guilherme Mendes Resende, Economista-Chefe**, em 29/11/2016, às 18:35, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Medeiros de Castro, Assessor(a)**, em 29/11/2016, às 18:40, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site sei.cade.gov.br/autentica, informando o código verificador **0271907** e o código CRC **FE421D36**.