

# ATO DE CONCENTRAÇÃO EMPRESARIAL ENTRE BM&FBOVESPA E CETIP E A QUESTÃO CONCORRENCIAL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Ana Cláudia Redecker\*

Fernanda Onzi Cavagnoli\*

Resumo: As reestruturações societárias têm sido tendência cada vez mais frequente no Direito Empresarial, em virtude dos benefícios que podem acarretar às companhias perante o mercado. Algumas dessas operações originam fenômenos concentracionistas, os quais, quando resultarem em sociedade que participe em pelo menos vinte por cento de um mercado relevante ou se qualquer das sociedades envolvidas tiver faturamento bruto anual expressivo, devem ser submetidas à análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Nesse contexto, o objetivo deste artigo analisar o caso envolvendo o Ato de Concentração horizontal realizado entre as duas maiores companhias atuantes no mercado de capitais brasileiro, BM&FBovespa S.A – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (BVMF) e CETIP S.A – Mercados Organizados (CETIP), examinando o trâmite perante o CADE e a discussão suscitada acerca dos possíveis danos concorrenciais desta reestruturação societária na prática.

Palavras-Chave: reestruturação empresarial; ato de

---

\* Ana Cláudia Redecker, professora de Direito Empresarial da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, PUC/RS. Escola de Direito. Especialista em Ciências Políticas e Mestre em Direito pela PUCRS. Doutoranda em Ciências Jurídico-Econômicas pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Advogada.

\* Fernanda Onzi Cavagnoli, advogada, Especialista em Direito Empresarial pela PUCRS.

concentração; mercado de capitais; direito concorrencial.

**Abstract:** Corporate restructuring has been an increasingly frequent option in corporate law, due to the benefits it can bring to companies. Some of these transactions give rise to concentration phenomena that might result in situations in which a company participates in at least twenty percent of a relevant market or in which any of the companies involved have significant annual gross revenues – in those cases, they must be submitted for consideration by the Administrative Council for Economic Defense (CADE). In this context, the objective of this paper is to initiate a case study involving the Horizontal Concentration Act between the two largest companies operating in the Brazilian capital markets, BM&FBovespa S.A - Stock, Markets and Futures Exchange (BVMF) and CETIP S.A - Organized Markets (CETIP), analyzing the process that took place at CADE and the discussion raised about the possible competitive damages of this operation.

**Keywords:** corporate restructuring; concentration act; capital market; competitive law.

## 1. INTRODUÇÃO



Em meio a um mercado cada vez mais dinâmico e desafiador, que exige constantes esforços por parte das sociedades empresárias para se manterem competitivas, o fenômeno das operações de reestruturação societária é cada vez mais recorrente. Nesse contexto, as operações de fusões, aquisições, incorporações, cisões e transformações tornam-se medidas a serem tomadas nas mais diversas circunstâncias em que se faça necessária a modificação estrutural das companhias pelos mais variados motivos.

Observa-se, ainda, que algumas dessas operações que originam fenômenos concentracionistas – normalmente fusões ou incorporações – têm recebido atenção por parte de especialistas do Direito Empresarial, tendo em vista a relação com eventuais problemas de cunho concorrencial. Tais operações, se enquadradas em determinados requisitos estabelecidos pela Lei 12.259 de 2011, devem ser submetidas à análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), autarquia que zela pela preservação da concorrência no Brasil e que poderá aprovar (com ou sem restrições) as operações ou reprová-las.

Assim, o objetivo deste artigo é analisar o Ato de Concentração realizado entre as duas maiores companhias atuantes no mercado de capitais brasileiro, BM&FBovespa S.A – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (BVMF) e CETIP S.A – Mercados Organizados (CETIP), examinando o trâmite perante o CADE e a discussão suscitada acerca dos possíveis danos concorrenciais desta reestruturação societária na prática.

Inicialmente, serão tecidas algumas considerações acerca dos institutos da fusão e da incorporação como fenômenos concentracionistas, tais como procedimentos, aspectos diferenciadores e convergentes. Na sequência, tendo em vista que tais reestruturações por vezes ocasionam atos de concentração que tramitam perante o CADE, serão abordados aspectos a respeito da atuação da entidade, responsável por analisar os efeitos negativos (como elevação do preço de produtos ou serviços e diminuição da qualidade e variedade) e positivos (como melhorias na produtividade, qualidade, variedade, competitividade e eficiência) das operações no caso concreto.

Após, serão apresentados conceitos e noções básicas acerca do mercado de capitais no Brasil, distinguindo-se o mercado da bolsa de valores (alta padronização dos contratos, maior volume de negociações, necessária intermediação de Contraparte Central Garantidora – CCP, necessidade de um sistema de compensação e liquidação etc.) e o mercado de balcão (baixa

padronização dos contratos, menor volume de negociações, sem necessidade de intermediação de CCP, liquidadas diretamente entre as partes etc.).

Passar-se-á, então, à análise do Ato de Concentração realizado entre a BM&FBovespa e CETIP (Processo SEI nº 08700004860), em que a primeira passa a ser a titular da totalidade de ações da segunda, formando a chamada B3 - Brasil, Bolsa, Balcão, e que tem como objetivo a complementação de portfólios das companhias, aumentando a segurança, a solidez e a eficiência do mercado brasileiro. Segundo as companhias, haveria sobreposição horizontal somente em relação a alguns produtos específicos no mercado de balcão, nos quais a BVMF tinha participação incipiente, não havendo interferência, portanto, no mercado de bolsa de valores.

A operação suscitou opiniões diversas: de um lado, especialistas que sustentam que o mercado se tornou mais competitivo e com maior leque de opções de investimento, bem como com maior segurança; de outro, críticos afirmam que a operação ocasionou maiores barreiras à entrada de novos agentes no mercado, em razão da exigência de contratação dos serviços da central depositária da B3, o que poderia incentivar condutas anti-competitivas por parte da companhia.

O objetivo deste artigo é provocar uma reflexão sobre a importância dessas operações não só para os agentes diretamente envolvidos, mas para a sociedade como um todo, em razão dos diversos conflitos de interesses inevitavelmente suscitados e que tornam seu procedimento tão complexo.

## 2. CONSIDERAÇÕES GERAIS DAS OPERAÇÕES DE REORGANIZAÇÃO DAS SOCIEDADES

### 2.1 REORGANIZAÇÃO DAS SOCIEDADES

Dentre os diferentes processos de reorganização

societária – prerrogativa das pessoas jurídicas de alterarem sua estrutura fundamental a qualquer tempo, em especial quanto à reunião ou separação patrimonial, mudança de tipo societário ou da responsabilidade atribuída aos sócios<sup>1</sup> –, pode-se citar a transformação, a fusão, a incorporação e a cisão. Tais reorganizações podem decorrer de diversas causas, tais como “otimização do uso dos recursos, a necessidade de redução de custos, do fortalecimento da cadeia produtiva, de planejamento tributário, de acomodação dos interesses internos, de reestruturação de débitos”<sup>2</sup>, “criação de monopólio, racionalização de clientela, eliminação de concorrentes”<sup>3</sup>, dentre outros motivos.

Para Ricardo Negrão, “o principal efeito na reorganização das sociedades evidencia-se no capítulo da responsabilidade dos sócios e da sociedade, sobretudo se ocorrer no processo de mudança da forma societária”<sup>4</sup>. Neste caso, explica que os credores anteriores manterão as mesmas garantias de que dispunham anteriormente à reorganização, não sendo obrigados a aceitar modificações que sejam prejudiciais aos seus interesses, facultando-lhes a lei o direito de pleitear a anulação judicial, nos termos dos artigos 232, da Lei n. 6.404/76, e o artigo 1.122 do Código Civil<sup>5</sup>.

Segundo a Lei 6.404/76, a incorporação “é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (art. 227)”, enquanto a fusão seria a “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em

---

<sup>1</sup> NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresa*. Volume 1, 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 504.

<sup>2</sup> RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Concentração empresarial: fusões e incorporações*. In Revista do Advogado/ Associação dos Advogados de São Paulo (AASP), Ano XXVIII, nº 96. São Paulo: AASP, 2008, p. 99.

<sup>3</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de sociedades por ações*, In Revista Jurisprudência brasileira n. 64, p. 15–24: Juruá, 1982, p. 16.

<sup>4</sup> NEGRÃO, Ricardo. *Ibidem*, p. 507.

<sup>5</sup> NEGRÃO, Ricardo. *Ibidem*, p. 507.

todos os direitos e obrigações (art. 228)”.

Na incorporação, portanto, haverá a extinção da sociedade incorporada, a qual será sucedida em todos os seus direitos e obrigações pela sociedade incorporadora, sem que haja o surgimento de uma nova sociedade<sup>6</sup>.

Waldirio Bulgarelli evidencia um aspecto central que distingue a fusão das demais formas de concentração de empresas – a questão da personalidade jurídica:

Como instituto societário, liga-se estreitamente a fusão à personalidade jurídica, surgindo esta como elemento diferenciador das demais formas utilizadas pelo movimento concentracionista. Daí ser considerada a forma mais radical e menos perigosa, pois, extingue as sociedades, fazendo surgir uma nova, ou continuando as extintas numa remanescente, com a concentração empresarial perfeitamente às claras. Distinta, portanto, das que se obtém através de ajustes, pela via contratual ou da participação acionária, em que as integrantes permanecem com a sua personalidade jurídica.<sup>7</sup>

Ademais, conforme o autor, a fusão e a incorporação se destacam pela “desconsideração da autonomia formal, portanto, o desaparecimento de algumas pessoas jurídicas, e por se tratar de um processo total, de transposição de patrimônio e acionistas de umas para outras, e a conseqüente sucessão nas obrigações”<sup>8</sup>.

Observa-se, portanto, que, embora se trate de fenômenos distintos, há normas que se aplicam tanto à fusão quanto à incorporação, tais como as relativas ao quórum, direito de retirada, protocolo, justificação e direito dos credores, sendo que a opção dentre cada um dos tipos de reestruturação se dá por razões de conveniência, aferidas diante do caso concreto<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito Empresarial Esquemático*. 5. Ed. São Paulo: Método, 2015, p. 383.

<sup>7</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedade*. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2000, p. 39-40.

<sup>8</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Ibidem*, p. 197.

<sup>9</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de sociedades por ações*, In Revista Jurisprudência brasileira n. 64, p. 15–24; Juruá, 1982, p. 16.

Nesse sentido, o procedimento para se operar a fusão e a incorporação segue as seguintes fases:

a) a inicial, em que se informa aos sócios todo o projeto de fusão ou incorporação; b) a deliberativa, em que é definida e autorizada a sua realização, determina-se e procede-se à avaliação, por meio de peritos, do patrimônio das sociedades, e aprova-se a operação em definitivo; e c) a final, que redonda no ato de fusão ou incorporação em si, mediante o arquivamento dos atos de fusão ou incorporação e sua publicidade *erga omnes*, além de autorização governamental, se for o caso.<sup>10</sup>

Assim, o procedimento se inicia com a apresentação do protocolo de intenções aos sócios ou acionistas, conforme previsto no artigo 224 da Lei das Sociedades Anônimas<sup>11</sup>, aplicável subsidiariamente aos demais tipos societários, do qual constará também a justificção, na forma do artigo 225 da LSA<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Concentração empresarial: fusões e incorporações*. In Revista do Advogado/ Associação dos Advogados de São Paulo (AASP), Ano XXVIII, nº 96. Editora AASP: São Paulo, 2008, p.101-102.

<sup>11</sup> Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição; II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão; III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores; IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra; V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação; VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação. Parágrafo único. Os valores sujeitos a determinação serão indicados por estimativa.

<sup>12</sup> Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificção, na qual serão expostos: I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista; III - a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir; IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

### Segundo Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik,

O Protocolo traduz o acordo de vontades das duas sociedades envolvidas, decorrentes da livre negociação de todas as condições aí estabelecidas, especialmente da forma como se dará a relação de troca das ações com base no valor do patrimônio líquido transferido, avaliado segundo o critério constante do Protocolo.<sup>13</sup>

Em seguida, tem-se a fase de deliberação. Na incorporação, a deliberação dos sócios da sociedade incorporada deverá aprovar as bases da operação e o projeto de reforma do ato constitutivo (art. 1.117, do Código Civil), enquanto a deliberação dos sócios da sociedade incorporadora compreenderá a nomeação dos peritos para a avaliação do patrimônio líquido da sociedade, que tenha de ser incorporada (art. 1.117, § 2º, do Código Civil). Assim, aprovados os atos da incorporação, a incorporadora declarará extinta a incorporada (art. 1.118, do Código Civil). Na fusão, os sócios decidirão, em assembleia, a constituição definitiva da nova sociedade<sup>14</sup>. Por fim, os atos são levados ao registro competente.

Observe-se que, quanto à formação do capital, exige-se que o ingresso de bens móveis ou imóveis reflita a existência real de valores pelos quais foram estimados, razão pela qual é necessária a avaliação do patrimônio líquido da sociedade que tenha de ser incorporada e das sociedades que serão objeto de fusão, bem como, no caso de fusão parcial, da parcela do patrimônio a ser transferida<sup>15</sup>.

A avaliação patrimonial<sup>16</sup>, além de envolver aspectos

---

<sup>13</sup>CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. 1ª Edição São Paulo: Saraiva, 2010, p. 183.

<sup>14</sup>NEGRÃO, Ricardo. *Ibidem*, p. 513-514.

<sup>15</sup>NEGRÃO, Ricardo. *Ibidem*, p. 513.

<sup>16</sup>CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Ibidem*, p. 183-184, complementam mencionando que a “exigência legal da indicação dos critérios de avaliação implica obviamente a possibilidade da utilização de mais de um, como meio de se alcançar o valor justo. E tendo em vista a coexistência de interesses diversos e a possibilidade de metodologias também diversas para a avaliação de bens, é imperioso que haja a



contábeis e financeiros, requer a investigação nos âmbitos ambiental, consumerista, trabalhista, fiscal, contratual, dentre outros – “que se desenvolve por meio de procedimento comumente denominado *due diligence*, em que se procede à investigação legal, contábil e financeira das sociedades envolvidas”<sup>17</sup>.

Ademais, conforme leciona Fábio Ulhoa Coelho<sup>18</sup>, a lei faculta o direito de retirada aos sócios cuja sociedade foi incorporada em outra, caso discorde da operação. No caso de fusão de sociedades, também terão os dissidentes direito de retirada.

As operações de fusão e de incorporação, portanto, acabam se assemelhando em aspectos procedimentais, além de ensejarem a concentração de empresas. Não obstante, importante considerar que

O fenômeno de concentração, que assim se verifica, não pode ser visto só sob o prisma de um contrato de constituição (na fusão), nem como contrato de subscrição (na incorporação), mas também, e principalmente, como um instituto societário peculiar, específico, que se não confunde com os outros em que se procura enquadrá-lo.<sup>19</sup>

Assim, segundo Alfredo de Assis Gonçalves Neto, o interesse em classificar tais institutos como formas de concentração ou desconcentração de empresas reside na análise da possível intervenção do Estado no domínio econômico, pois, “de um lado, é dever do Estado reprimir o abuso do poder econômico, e de outro, há interesse dele em fortalecer a empresa nacional”<sup>20</sup>.

Nesse sentido, caso as operações de reorganização societária que importem “limitação ou prejuízo à livre concorrência, ou ainda dominação de mercados relevantes de bens ou

---

concordância dos interessados na escolha do método a ser utilizado para a avaliação dos bens que serão conferidos ao capital social.”

<sup>17</sup> NEGRÃO, Ricardo. *Ibidem*, p. 513.

<sup>18</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial: direito de empresa*. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 255

<sup>19</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de sociedades por ações*, In Revista Jurisprudência brasileira n. 64, p. 15–24: Juruá, 1982, p. 18.

<sup>20</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Ibidem*, p. 15.

serviços, marcados que são pela concorrência por área geográfica ou produtos, que visem, enfim, à concentração econômica”<sup>21</sup>, devem ser submetidas à apreciação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

## 2.2 ATUAÇÃO DO CADE

O CADE, autarquia federal vinculada ao Ministério da Justiça, tem como missão zelar pela livre concorrência, sendo a entidade responsável, no âmbito do Poder Executivo, por investigar e decidir, em última instância, sobre a matéria concorrencial, bem como fomentar e disseminar a cultura da livre concorrência.<sup>22</sup>

Compete ao CADE, portanto, apreciar atos de concentração econômica que preencham os requisitos relativos a faturamento anual das partes envolvidas na operação, estabelecidos no artigo 88 da Lei 12.259 de 2011<sup>23</sup>, sendo que, segundo o disposto no § 5º do referido artigo:

§ 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.

O § 6º do artigo 88 da Lei 12.259/11 admite, portanto,

---

<sup>21</sup> RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Concentração empresarial: fusões e incorporações*. In Revista do Advogado/ Associação dos Advogados de São Paulo (AASP), Ano XXVIII, nº 96. Editora AASP: São Paulo, 2008, p. 104.

<sup>22</sup> CADE. Disponível em <http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/institucional>. Acesso em 26/10/2019

<sup>23</sup> Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e

II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

que os atos de concentração descritos no parágrafo anterior possam ser autorizados, desde que atinjam os seguintes objetivos: (i) cumulada ou alternativamente: aumentar a produtividade ou a competitividade; melhorar a qualidade de bens ou serviços; ou propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; (ii) bem como sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes.

Os atos de concentração podem gerar efeitos tanto negativos (elevação de preços aos consumidores, diminuição da qualidade e/ou de variedade de produtos ou serviços a um dado preço, contração do ritmo de inovações com relação aos níveis que vigoravam antes da operação) quanto positivos (eventuais incrementos de produtividade e competitividade derivados dos ganhos de eficiência específica da operação, melhorias na qualidade dos produtos, maior diversidade de produtos, introdução de uma tecnologia melhor etc.).<sup>24</sup> Cabe ao CADE, portanto, verificar se os requisitos positivos superam os negativos.

A análise acerca dos benefícios e riscos do ato de concentração deve ser feita caso a caso, ponderando-se também a probabilidade do exercício do poder de mercado que eventualmente poderá resultar da operação. Nesse sentido, conforme Ana Beatriz dos Santos Borges:

Por poder de mercado entendemos quando o agente possui poder econômico que lhe permita agir de forma independente, por exemplo, escolhendo quais produtos irá vender e precificá-los à sua vontade. Mas, nem sempre nesse poder monopolista o agente econômico estará sem concorrência. Poderá haver outros agentes econômicos, entretanto o monopolista cria barreiras que impedem outros agentes de exercerem sua atividade empresarial de forma competitiva.<sup>25</sup>

Importante mencionar ainda que, nos termos do artigo 90, incisos I a IV, do referido diploma legal, realiza-se um ato

---

<sup>24</sup> CADE. *Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*, 2016, p. 8.

<sup>25</sup> BORGES, Ana Beatriz dos Santos. *B3, uma nova empresa, e a questão do monopólio*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v.20, n.78, p. 87-104, out./dez. 2017, p. 93.

de concentração nas hipóteses em que: (i) duas ou mais empresas se fundem; (ii) uma ou mais empresas adquirem o controle ou partes de outra(s) empresa(s); (iii) uma ou mais empresas incorporam outra(s) empresa; e, (iv) duas ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture* (nesses casos, exceto quanto destinados às licitações promovidas pela administração pública e aos contratos delas decorrentes).

Portanto, havendo sociedades interessadas em realizar ato de concentração que se enquadre nos requisitos estabelecidos pelo CADE, estas ficam obrigadas a notificar a autarquia, sendo a efetivação da operação condicionada à aprovação pelo órgão, com ou sem restrições.

As formas de concentração empresarial são classificadas em horizontal, vertical ou conglomerado.

A concentração horizontal é caracterizada pela concorrência entre os envolvidos. Assim, “não basta a atuação no mesmo ramo genérico, é necessário que as envolvidas atuem com produtos concorrentes, produtos que se substituam”<sup>26</sup>, além de atuarem no mesmo espaço geográfico, sob pena de não serem concorrentes.

Já a concentração vertical ocorre quando “as envolvidas atuam em fases distintas da mesma cadeia de produção, isto é, há relação efetiva ou potencial de compra e venda entre as empresas”<sup>27</sup>.

Quando a concentração não se enquadrar nas formas horizontais ou verticais, ou seja, por exclusão, tem-se a concentração por conglomerado, a qual “está normalmente ligada à diversificação dos ramos de atuação, ou envolve sociedades de ramos similares, que atuam em mercados geográficos distintos”<sup>28</sup>.

Realizados tais esclarecimentos, a título exemplificativo, cita-se o ato de concentração horizontal ocorrido entre a CETIP

---

<sup>26</sup>TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol 1. Teoria Geral do Direito Societário*. 8ª Edição. São Paulo: Atlas, 2017, p. 788

<sup>27</sup>TOMAZETTE, Marlon. *Ibidem*, p. 788.

<sup>28</sup>TOMAZETTE, Marlon. *Ibidem*, p. 788-789.

S.A – Mercados Organizados (CETIP) e a BM&FBovespa S.A – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (BVMF), operação que levantou grande discussão sobre possível monopólio no mercado de capitais, e que será abordada neste artigo. Antes de entrar no mérito da operação, porém, serão abordados de forma breve os principais conceitos envolvendo o mercado de capitais.

### 2.3 MERCADO DE CAPITALAIS

O mercado de capitais pode ser definido como um “‘local’ onde se efetuam as diversas operações envolvendo os valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas”<sup>29</sup>, onde “tem lugar o financiamento do capital de giro ou capital fixo de empresas e construções habitacionais”<sup>30</sup> e onde atuam os bancos múltiplos, de investimento, corretoras e distribuidoras.

Conforme Vera Helena de Mello, nesse mercado também se situa o segmento do mercado de valores mobiliários, submetido à égide da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>31</sup>. A autora ainda ressalta as vantagens deste mercado para o investidor, quando comparado ao mercado de crédito, em razão da denominada *desintermediação financeira*, a qual “substitui a figura do banco como intermediário direto, permitindo ao investidor o acesso direto ao mercado de capital, ou o financiamento direto dos tomadores mediante mercado regulamentado (Bolsas)”<sup>32</sup>. Como consequência, conclui que há “melhor rentabilidade para o investidor e custo mais baixo para o tomador, dada a eliminação dos custos da intermediação”<sup>33</sup>.

O controle e a fiscalização das operações de mercado de

---

<sup>29</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito Empresarial Esquematizado*. 5. Ed. São Paulo: Método, 2015, p. 296.

<sup>30</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. *Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidade. A intermediação e a desintermediação financeira (os novos produtos)*. Revista Forense, v. 399, p. 523-531, 2008.

<sup>31</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello, *Op. cit.*

<sup>32</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello, *Op. cit.*

<sup>33</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello, *Op. cit.*

capitais são feitos pela CVM, autarquia federal criada com a Lei 6.385 de 1976, cuja atuação atua consiste em:

a) *regulamentar*, uma vez que cabe à CVM estabelecer o regimento geral relativo ao funcionamento do mercado de capitais; b) *autorizante*, uma vez que é a CVM que autoriza a constituição de companhias abertas e a emissão e negociação de seus valores mobiliários; e c) *fiscalizatória*, uma vez que a CVM deve zelar pela lisura das operações realizadas no mercado de capitais, sendo investida, para tanto, de poderes sancionatórios.<sup>34</sup>

Neste mercado operam as bolsas de valores, associações privadas formadas por sociedades corretoras que, por meio de autorização da CVM, são responsáveis pela “manutenção de local adequado à realização das operações de compra e venda dos diversos valores mobiliários emitidos pelas companhias.”<sup>35</sup> Assim, as bolsas de valores são responsáveis por “dinamizar as operações do mercado de capitais, ampliando o volume de negócios por meio da realização de pregão diário”<sup>36</sup>, no qual os agentes das corretoras interagem constantemente. Importante mencionar também que algumas operações do mercado de capitais ocorrem fora da bolsa de valores, no mercado de balcão, onde atuam as sociedades corretoras e as instituições financeiras autorizadas pela CVM.<sup>37</sup>

Otavio Yazbek elenca algumas características comuns às operações compreendidas no mercado de bolsas, tais como:

(i) são padronizadas, o que permite a formação de preços e a criação de um mercado líquido; (ii) são negociadas em sistemas de negociação que contam com regras próprias para a disseminação de informações e a formação de preços; e (iii) são compensadas e liquidadas por intermédio de um sistema de compensação e liquidação (o respectivo sistema de “*clearing*”) que atua como contraparte central (na literatura internacional “*Central Counterparty*” ou “CCP”), que assume a posição de

---

<sup>34</sup>RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 297.

<sup>35</sup>RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 297.

<sup>36</sup>RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 297.

<sup>37</sup>RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 297.

contraparte de todos os participantes e que, para tal, se apoia sobre uma estrutura de salvaguardas (garantias, fundos mutualizados e outras) considerada razoável.<sup>38</sup>

O mercado de capitais é classificado, ainda, em *primário* – no qual são realizadas as operações de subscrição e emissão de novos valores mobiliários – e *secundário* – onde tem lugar as operações de compra e venda desses valores mobiliários. Assim, enquanto a bolsa de valores atua tão somente no mercado secundário (compra e venda de valores mobiliários), o mercado de balcão opera em ambos os mercados (tanto operações de compra e venda quanto subscrição de valores mobiliários).<sup>39</sup>

Os principais valores mobiliários são: ações, debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição. A ação representa parcela do capital social de uma companhia, conferindo ao titular o *status* de sócio, sendo o principal valor mobiliário emitido pelas companhias<sup>40</sup>; a debênture, emitida pelas sociedades anônimas, confere “ao seu titular um direito de crédito certo contra a companhia, nos termos do que dispuser a sua escritura de emissão ou o seu certificado”<sup>41</sup>. As partes beneficiárias, emitidas somente pelas companhias de capital fechado, são “títulos que conferem os seus titulares um direito de crédito eventual contra a companhia”<sup>42</sup>; e os bônus de subscrição asseguram ao seu titular o direito de preferência na subscrição de novas ações”<sup>43</sup>.

Com relação ao mercado de balcão, Otavio Yazbek destaca os seguintes aspectos:

- (i) as operações não são padronizadas, assumindo as mais diversas feições, conforme as necessidades das contrapartes envolvidas (é este o *locus* em que surgem os chamados

---

<sup>38</sup> YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1041837/mod\\_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1041837/mod_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf). Acesso em 30/10/2019.

<sup>39</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 298-299.

<sup>40</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 311.

<sup>41</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 333.

<sup>42</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 336.

<sup>43</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Ibidem*, p. 337.

“derivativos exóticos”); (ii) são negociadas diretamente entre as partes, com a participação de intermediários financeiros, seja na intermediação, seja como contrapartes; e (iii) são liquidadas diretamente entre as partes, que, para melhor administrar a sua exposição ao risco de crédito (o risco de um inadimplemento), podem adotar soluções as mais diversas, como a constituição de garantias, os acordos de compensação (“*netting*”) e outras, sempre de natureza privada.<sup>44</sup>

E conclui lecionando que, enquanto “nos mercados de bolsa prevalecem regimes compulsórios para a formação de preços, com toda uma estrutura de autorregulação destinada a assegurar o funcionamento de tal processo”<sup>45</sup>, no mercado de balcão costuma haver maior flexibilidade neste ponto.

A respeito do mercado de bolsa, pode-se citar ainda três importantes processos, conforme explica Karen da Silva de Mello<sup>46</sup>: negociação, *clearings* e registro ou depósito. A negociação compreende um espaço físico ou eletrônico destinado à negociação de operações dos valores mobiliários, em que se identificam os vendedores e compradores. Os serviços de compensação e liquidação garantem a transferência de recursos da operação entre os agentes – por meio da compensação apura-se a “posição final líquida de cada participante”, enquanto, por meio da liquidação, “efetiva-se a transferência física de ativos (por meio das câmaras de compensação e liquidação ou *clearing*) e de recursos financeiros (por meio do BCB) entre compradores e vendedores”<sup>47</sup>. Por fim, tem-se o depósito centralizado de ativos, que presta os seguintes serviços:

- 1) os serviços de guarda/custódia centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários (fungíveis e infungíveis) em

---

<sup>44</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>45</sup> YAZBEK, Otavio. Op. cit.

<sup>46</sup> DE MELLO, Karen da Silva. *A organização industrial do mercado de capitais brasileiro: uma análise sobre a fusão CETIP e BM&FBOVESPA*. PUCRJ: novembro, 2017, p. 18.

<sup>47</sup> DE MELLO, Karen da Silva. *A organização industrial do mercado de capitais brasileiro: uma análise sobre a fusão CETIP e BM&FBOVESPA*. PUCRJ: novembro, 2017, p. 18.



regime de propriedade fiduciária; 2) os serviços de liquidação física, transferência, monitoramento e controle de titularidade em contas de depósito em nome dos investidores finais (troca de titularidade); e 3) os serviços de processamento e liquidação de eventos corporativos que incidem sobre os ativos guardados de pagamentos e garantias, tais como o pagamento de dividendos, juros, rendimentos, etc.<sup>48</sup>

No mercado de balcão, é possível utilizar os serviços de *clearing* e os relativos à Central Depositária de Ativos (CSD), mas o serviço com a contraparte central (CCP) é opcional, diferente do mercado de bolsa. Ademais, o mercado de balcão pode ser não organizado, possibilitando às partes negociarem “fora do ambiente das plataformas da Infraestrutura do Mercado Financeiro (IMFs) e usar apenas os serviços de registro ou depósito, sem efetivamente usar a *clearing*”<sup>49</sup>.

Destarte, em resumo, conforme Isabela Maiolino:

Os serviços de administração e negociação tratam do fornecimento de um ambiente seguro para que compradores e vendedores possam realizar suas transações. Os serviços de compensação e liquidação de valores mobiliários, que ao longo do artigo serão denominados *clearing*, são responsáveis pela extinção de obrigações e apuração da posição líquida de cada participante após a realização de operações. É possível que esses serviços sejam ou não interpostos por uma contraparte central, que é obrigatória no mercado de bolsa de valores, mas não no mercado de balcão organizado.<sup>50</sup>

Por fim, o depósito é obrigatório a todos os valores mobiliários e instrumentos financeiros negociados em bolsa, enquanto, no mercado de balcão, há a alternativa do registro, em que não há a propriedade fiduciária dos ativos ou instrumentos, ocorrendo tão somente o registro da operação realizada por parte do negociador.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> DE MELLO, Karen da Silva. *Ibidem*, p. 18-19

<sup>49</sup> DE MELLO, Karen da Silva. *Ibidem*, p. 19.

<sup>50</sup> MAIOLINO, Isabela. *A regulação pode ser anticompetitiva? Uma análise do mercado de capitais a partir do caso Cetip/BVMF*. Revista de Direito Setorial e Regulatório, v. 5, n. 2, p. 27-52, outubro 2019, p. 32.

<sup>51</sup> DE MELLO, Karen da Silva. *Ibidem*, p. 19-20.

No Brasil, até o ano de 2016, havia a BM&FBovespa S.A – Bolsa de Valores, Mercados e Futuros (BVMF) como principal referência no mercado de bolsa de valores mobiliários e a CETIP S.A – Mercados Organizados (CETIP) como líder no mercado de balcão. Em junho de 2016, foi submetido à análise do CADE Ato de Concentração envolvendo as duas companhias, as quais propuseram operação de reestruturação societária que ensejou grande debate sobre o problema concorrencial no mercado de capitais brasileiro, conforme se passa analisar no tópico a seguir.

### 3. ATO DE CONCENTRAÇÃO EMPRESARIAL ENTRE CETIP E BM&FBOVESPA

#### 3.1 CASO CETIP E BM&FBOVESPA

Segundo consta no Ato de Concentração de nº 08700004860, a operação proposta pela BM&FBovespa S.A e pela CETIP S.A se trata de reestruturação societária cujo objetivo era a união de suas atividades. A reestruturação societária consistia na aquisição pela BVMF da totalidade das ações de emissão da CETIP, tratando-se, portanto, de caso de incorporação de empresas. Com a realização da operação, os acionistas da CETIP passariam a serem titulares de 11,8% do capital da BVMF<sup>52</sup>.

A operação é detalhada no “Protocolo e justificção de incorporação das ações de emissão da CETIP pela companhia São José Holding, seguida da incorporação da companhia São José Holding pela BM&FBOVESPA”, conforme as seguintes etapas, em síntese: (a) aumento de capital da Holding, mediante a emissão de novas ações a serem totalmente subscritas e integralizadas pela BM&FBOVESPA; (b) incorporação da totalidade das ações de emissão da CETIP pela Holding, com a

---

<sup>52</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Formulário de Notificação de AC (0215902), p. 14-15.

preservação da personalidade jurídica e patrimônio da CETIP, inexistindo sucessão legal; (c) resgate da totalidade das ações preferenciais de emissão da Holding, sendo essas canceladas contra reserva de capital; (d) incorporação da Holding pela BM&FBOVESPA, com a conseqüente extinção da Holding e sucessão, pela BM&FBOVESPA, de todos os seus bens, direitos e obrigações, assim como (e) a migração dos acionistas da CETIP para o quadro acionário da BM&FBOVESPA.<sup>53</sup>

A justificativa apresentada pelas Requerentes para tal operação foi o interesse de realizar a complementação de portfólios, a partir da criação de uma empresa de infraestrutura de mercado de classe mundial, aumentando a segurança, a solidez e a eficiência do mercado brasileiro, *in verbis*:

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”).<sup>54</sup>

Além disso, também consistiriam benefícios decorrentes da operação a ampliação do grau de diversificação das receitas, a redução de custos e de riscos operacionais para o sistema financeiro como um todo, e a criação de um sistema de mercado mais seguro, dinâmico e competitivo sob uma perspectiva internacional<sup>55</sup>.

Já em relação ao impacto que a operação teria no âmbito concorrencial, tendo em vista que as atividades das companhias, de alguma forma, se sobrepõem - “sobreposição horizontal associada à Operação proposta é limitada a alguns produtos específicos no mercado organizado de balcão, nos quais a BVMF

---

<sup>53</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Contrato (0215898), p. 134-135.

<sup>54</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Formulário de Notificação de AC (0215902), p. 4.

<sup>55</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Formulário de Notificação de AC (0215902), p. 17.

tem, via de regra, uma participação incipiente”<sup>56</sup>-, além da sobreposição “no mercado de infraestrutura para processos licitatórios e alienação (leilões), no qual a CETIP tem uma participação não relevante”.<sup>57</sup> Em síntese, as Requerentes afirmaram que as atividades no mercado de bolsa, as quais eram desempenhadas tão somente pela BVMF, não seriam afetadas pela operação proposta – isto é, não haveria sobreposição de atividades neste mercado.

Não obstante os esforços das partes envolvidas em demonstrar um cenário favorável para a realização da operação, houve uma preocupação – por parte de Companhias interessadas, Instituições Financeiras e mesmo Conselheiros do CADE –, em relação ao impacto que a operação de fato causaria no mercado.

Nesse sentido, a Caixa Econômica Federal, em resposta ao ofício emitido pelo CADE, o qual questionava a opinião da instituição a respeito da operação pela qual a BVMF pretendia incorporar a CETIP, demonstrou preocupação no que se referia “à concentração (monopólio) e os possíveis impactos decorrentes: (i) na política de preços; (ii) na qualidade do suporte operacional; (iii) na agilidade no desenvolvimento de adequações tecnológicas, dentre outras questões”<sup>58</sup>.

Da mesma forma foi a manifestação da Americas Trading System Brasil (ATS Brasil) e Americas Clearing System S.A. (ACS), as quais, anteriormente, já haviam oferecido denúncia em face da BM&FBovespa (Inquérito administrativo nº 08700.002656/2016-57), alegando ilícitos concorrenciais que teriam sido cometidos no mercado de bolsa de valores. No Ato de Concentração, as referidas companhias requereram seu

---

<sup>56</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Formulário de Notificação de AC (0215902), p. 4.

<sup>57</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Formulário de Notificação de AC (0215902), p. 4.

<sup>58</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Petição - Ref. Of. nº 3827/2016/CADE (0233917), p. 1436.

ingresso como terceiras interessadas, enquanto “potenciais entrantes no mercado de bolsa de valores e por se considerarem diretamente afetadas por alguns dos potenciais efeitos anticompetitivos decorrentes do presente Ato de Concentração”<sup>59</sup>. Resaltaram, ainda, que

A análise apresentada pelas Requerentes, no entanto, é simplista. Por exemplo, despreza dimensão de concorrência potencial existente entre BM&FBovespa e CETIP no que concerne ao mercado de bolsa de valores, praticamente esquecida ao longo do Anexo de Notificação, em decorrência de excessiva separação empreendida pelas Requerentes entre tal mercado e o de balcão organizado. Ainda, e principalmente, foge de qualquer análise que considere os impactos da operação no mercado de capitais brasileiro como um todo.<sup>60</sup>

Com a operação, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, como passou a ser denominada, tornou-se a “única empresa prestadora de serviços de administração e negociação, de compensação e liquidação de valores mobiliários (*clearing*) e de depósito centralizado nos mercados de bolsa de valores e de balcão”<sup>61</sup>.

Isabela Maiolino, entretanto, explica que, mesmo em países nos quais há mais de uma bolsa de valores, é comum existir apenas uma central depositária, ainda que “haja uma ou mais *clearings*, já que, havendo um monopólio natural, torna-se desvantajoso que outros agentes atuem nesse mercado em razão das economias de escala”<sup>62</sup>. Leciona ainda que, “os serviços de negociação e compensação, apesar de funcionarem em regime de monopólio no Brasil, podem também funcionar com mais empresas no mercado”, que é o que buscam a ATS Brasil S.A. e a

---

<sup>59</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Petição - ATS Brasil e Americas Clearing System (0225241), p. 551.

<sup>60</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Petição - ATS Brasil e Americas Clearing System (0225241), p. 549.

<sup>61</sup> MAIOLINO, Isabela. *A regulação pode ser anticompetitiva? Uma análise do mercado de capitais a partir do caso Cetip/BVMF*. Revista de Direito Setorial e Regulatório, v. 5, n. 2, p. 27-52, outubro 2019, p.28.

<sup>62</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 33-34.

Americas Clearing System S.A.<sup>63</sup>

Assim, mesmo antes da operação entre CETIP e BVMF, a ATS “já tentava contratar os serviços de compensação, liquidação e pós negociação (depósito central) da BVMF”<sup>64</sup>. Segundo a ATS e a ACS, a BVMF teria justificado a negativa de contratação alegando que não poderia prestar os serviços de liquidação e compensação, razão pela qual a ATS criou sua própria *clearing*, a ACS. No entanto, afirmam que, após tal medida, a BVMF teria mantido a recusa, apresentando preços em dissonância com o mercado, o que teria ensejado a criação de Inquérito Administrativo pelo CADE<sup>65</sup>. Em suma:

O ponto central da discussão é que a ATS quer que sua *clearing*, câmara de compensação e liquidação de ordens econômicas e transferência de ativos (ACS), tenha acesso à central depositária de ativos da B3. A ATS até poderia criar sua própria central depositária, mas além de depender de aval dos órgãos reguladores, como a CVM e o Banco Central, o custo de construção da infraestrutura seria muito elevado.<sup>66</sup>

Observou-se que, em virtude de sua estrutura verticalizada, eis que a B3 presta serviços nos três segmentos da bolsa de valores (negociação, *clearing* e depósito central) e no mercado de balcão, a bolsa de valores de fato funcionava em regime de monopólio. Isso porque “qualquer entrada no mercado de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil exige, necessariamente, a contratação dos serviços de central depositária da B3”<sup>67</sup>, e, “como não existe obrigatoriedade na atual legislação de a B3 fornecer o serviço de depósito centralizado, a monopolista pode impossibilitar ou dificultar essa entrada”<sup>68</sup>, viabilizando situação de tratamento não isonômico aos entrantes.

Nesse contexto, a Relatora do Ato de Concentração –

---

<sup>63</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 34-35.

<sup>64</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 35.

<sup>65</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 35.

<sup>66</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 35.

<sup>67</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 37.

<sup>68</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 37-38.

Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt –, expôs em seu voto que o problema concorrencial da operação “está na eliminação da concorrência potencial, que agrava sobremaneira a probabilidade do exercício do poder de mercado em especial no mercado de bolsa (pois o de balcão tem o oligopólio dos bancos para contestá-lo)”<sup>69</sup>. Assim, a Conselheira Relatora votou por aprovar a operação, mas com restrições no que dizia respeito às regras normativas de acesso, precificação, repasse de eficiências e governança da companhia.

Quanto às regras normativas de acesso, a relatora sugeriu que o CADE impusesse um cronograma de uma consulta pública a ser realizada para a BVMF, com o intuito de obter: (1) contribuições às minutas do mercado e de concorrentes, (2) comentários do CADE (como órgão que deseja fomentar a concorrência) e (3) um prazo final obrigatório para que a BVMF encaminhar o seu Relatório Final à CVM, para que o regulador pudesse homologar.<sup>70</sup>

Em relação à precificação, propôs que: (i) a cobrança e o pagamento fossem feitos entre BVMF/CETIP com a IMF-entrante, sem envolver os clientes da IMF-entrante; (ii) que o preço de produtos/serviços para clientes fosse monitorado pelo já existente Comitê de preços da BVMF com participação de clientes e acadêmicos/especialistas; (iii) em relação aos preços dos serviços para IMFs, fosse criado Tribunal Arbitral para (a) definir os preços da pós-negociação e da troca de titularidade; (b) *rebalancear* o percentual entre as tarifas de negociação e pós-negociação, e, ainda, (c) decidir quando este problema for suscitado por uma IMF-entrante.<sup>71</sup>

No que tange à autorregulação da BVMF, recomendou que (i) a BSM Supervisão de Mercados – empresa integrante do grupo B3 que supervisiona os mercados administrados pela B3

---

<sup>69</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2742.

<sup>70</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2749.

<sup>71</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2745.

–, continuasse como pessoa jurídica distinta da BVMF, com uma gestão independente; (ii) a BSM tivesse obrigatoriamente que vir a ser o autorregulador das IMFs-entrantes, caso a BSM fosse escolhida pela CVM como o autorregulador único; (iii) a BSM funcionasse em local físico distinto da BVMF; e (iv) a governança da BSM fosse compartilhada de forma equitativa com todas as IMFs do mercado.<sup>72</sup>

A relatora também prescreveu, no que se refere à governança da BMVF, que o Conselho de Administração da BVMF/CETIP se comprometesse:

- a. Em até 6 meses: a se adequar as melhores práticas internacionais, ter auditoria externa anual e escolher os membros do Conselho de Administração com maior participação dos clientes e dos acadêmicos/especialistas na área (estes últimos com reputação ilibada, sem deter ações da BVMF/Cetip). De 1 a 3 assentos no Conselho de Administração devem ser destinados a clientes da BVMF/Cetip e de 1 a 3 assentos, destinados a acadêmicos/especialistas, formando um total de 1/3 pessoas (clientes + acadêmicos) dentre o número total de conselheiros, dando a estes poder de veto;
- b. Em até 1 ano: elaborar um cronograma para apresentar a segregação dos custos dos serviços por segmento e dentro de cada segmento;
- c. Em até 1 ano: expor os preços para as IMFs-entrantes dos serviços da: (1) troca de titularidade e (2) pós-negociação;
- d. Em até 2 anos: Apresentar em 10 dias após a aprovação do Cade um cronograma de execução quanto à unificação das 4 câmaras;
- e. Princípio geral: para dar total transparência aos seus clientes, a BVMF/Cetip tem que expor no seu site a programação de repasse das eficiências (quantitativas e qualitativas), da unificação das clearings e dos investimentos, para que os clientes possam monitorá-los.<sup>73</sup>

Além disso, propôs a criação de uma ouvidoria para as IMFs-entrantes, bem como, que, em até um ano, segregasse os segmentos desempenhados pela BVMF/CETIP em unidades de

<sup>72</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2747.

<sup>73</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2478.



negócios distintas, estabelecendo centros de custos e lucros por segmento (negociação, *clearing* e CSD) e criasse uma pessoa jurídica para a CSD – seguindo os princípios do Relatório da CVM de 18/02/2017 para o caso do autorregulador único.<sup>74</sup>

Todavia, a Conselheira Relatora teve seu voto vencido, tendo os demais conselheiros votado pela aprovação da operação, somente condicionada ao cumprimento do Acordo em Controle de Concentração<sup>75</sup> (ACC) realizado pelas companhias.

No que tange ao ACC firmado, cumpre tecer algumas considerações. Inicialmente, quanto ao acesso aos mercados de bolsa e balcão, restou expresso no acordo, conforme cláusula 2.2, que:

As Compromissárias incluirão, mediante aprovação da CVM, em seu (a) Regulamento de Acesso; (b) Manual de Acesso; (c) Regulamento da Central Depositária; (d) Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária; (e) Regulamento da Câmara BM&FBOVESPA; (f) Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara BM&FBOVESPA; (g) Manual de Administração de Risco, conforme atualmente em vigor as regras e os procedimentos relativos ao acesso (i) aos serviços de compensação e liquidação para operações do mercado à vista de renda variável atualmente prestados pela BVMF (“Serviços de CCP”); e (ii) aos serviços de depósito centralizado em relação a valores mobiliários de renda variável atualmente prestados pela BVMF (“Serviços de CSD”), que viabilizem a prestação de tais serviços a outras IMFs (“Regras de Acesso IMF”).<sup>76</sup>

Além disso, as companhias se comprometeram a manter em funcionamento Comitê de Produtos e Precificação, a fim de garantir a participação dos clientes no estabelecimento das políticas comerciais relativas aos produtos e serviços ofertados, bem

---

<sup>74</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB2 0318512, p. 2479.

<sup>75</sup> ACC é um “instrumento utilizado para sanar eventuais problemas identificados em atos de concentração submetidos ao CADE”, cujo “objetivo é remediar uma situação estrutural que poderia inviabilizar a aprovação da operação analisada”. (CADE, Disponível em <http://www.cade.gov.br/servicos/perguntas-frequentes/perguntas-sobre-atos-de-concentracao-economica>, acesso em 07/07/2019).

<sup>76</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Acordo em Controle de Concentrações (ACC) GAB5 0316944, p. 2624-2627.

como manter um Conselho de Administração que contasse com a participação, dentre seus membros, de dois a quatro conselheiros escolhidos dentre os clientes que tivessem efetiva representatividade nos mercados de sua atuação. O funcionamento do Comitê seria monitorado por *trustee* nomeado pelas Compromissárias<sup>77</sup>.

Um dos mais importantes aspectos do Acordo diz respeito à solução das controvérsias por meio da arbitragem, cujas cláusulas dispõem que:

2.8. As Compromissárias se comprometem a oferecer a Prestação de Serviços CSD em condições justas, transparentes e não-discriminatórias, o que inclui os termos e as condições contratuais de acesso a sua infraestrutura.

2.9. Para efeitos desse ACC “Prestação de Serviços de CSD” significa a prestação de serviços, pela central depositária da BVMF, de transferência de valores mobiliários objeto de operações compensadas e liquidadas por intermédio de outra IMF, bem como as funcionalidades acessórias para a prestação do serviço principal.

2.10. As Compromissárias se comprometem a empreender período de negociação de até 120 (cento e vinte) dias com qualquer interessado na contratação da Prestação de Serviços CSD.

2.11. Em caso de fracasso nas negociações, a parte interessada poderá acionar o mecanismo de arbitragem previsto nesta cláusula, para fins de solução de controvérsias (“Arbitragem”).<sup>78</sup>

Portanto, restou expresso o compromisso de negociação com eventuais interessados, em condições justas e transparentes, com a conseqüente possibilidade de instauração de procedimento arbitral caso a negociação não obtenha êxito.

Este foi o desfecho entre a negociação entabulada entre a ATS e ACS, de um lado, e a B3 de outro, que culminou na instauração de procedimento arbitral na Câmara de Comercio Brasil-Canadá (CAM-CCBC), cujo objeto versa,

---

<sup>77</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Acordo em Controle de Concentrações (ACC) GAB5 0316944, p. 2624-2627.

<sup>78</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Acordo em Controle de Concentrações (ACC) GAB5 0316944, p. 2624-2627.

principalmente, sobre o preço a ser cobrado pela B3 em razão do serviço de central depositária<sup>79</sup>. Não obstante, cumpre ressaltar que, paralelamente ao procedimento arbitral em curso, foi firmado Termo de Compromisso de Cessação, com fins de encerrar o inquérito administrativo que tramitava no CADE, por meio do qual a B3 se comprometeu a pagar a quantia de R\$9,4 milhões a título de contribuição pecuniária.<sup>80</sup>

Ademais, o Conselheiro do CADE Paulo Burnier da Silveira, em seu voto, defendeu a cláusula arbitral realizada no ACC como instrumento para se atingir maior segurança jurídica e efetividade no cumprimento da decisão do CADE. E, entendendo que o ACC proposto pelas Requerentes ofereceria solução satisfatória para os problemas de concorrência identificados pelo CADE, votou pela aprovação da operação condicionada à celebração do ACC proposto<sup>81</sup>.

Outro ponto interessante do ACC versa sobre a Governança da BVMF/CETIP, conforme cláusula 2.19, segundo a qual, “com o objetivo de garantir a participação dos clientes na governança da BVMF e no processo decisório atinente aos preços e às políticas comerciais”, será mantido Conselho de Administração, composto por sete a treze membros, que contará com a participação de dois a quatro conselheiros que mantenham vínculo com clientes da BVMF, “escolhidos dentre os clientes que tenham efetiva representatividade e liderança nos mercados em que atuem, relativos aos produtos e serviços ofertados pelas Compromissárias”<sup>82</sup>. E, ainda, nos termos da cláusula 2.19.3, as companhias se comprometeram a garantir que a Diretriz de Preço estará sujeita a quórum qualificado de deliberação mínimo de 90% (noventa por cento), sendo que sua implementação

---

<sup>79</sup> MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 42.

<sup>80</sup> CADE. Disponível em <http://www.cade.gov.br/noticias/b3-firma-acordo-com-o-cade-em-investigacao-no-mercado-de-bolsa-de-valores>. Acesso em 04/11/2019.

<sup>81</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB5 0316888, p. 2621.

<sup>82</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Acordo em Controle de Concentrações (ACC) GAB5 0316944, p. 2624-2627

exigirá o voto favorável dos conselheiros vinculados a Clientes, os quais terão, em conjunto, poder de veto sobre as decisões relativas a essa diretriz.

Nesse contexto, o Conselheiro Alexandre Cordeiro entendeu como medida de intervenção proporcional, destinada a minorar os efeitos da criação de um monopólio, a previsão no ACC das referidas cláusulas de *Governança e Precificação* sujeitas à influência dos clientes dos mercados de capitais. Segundo Alexandre Cordeiro, o ACC determina a obrigatoriedade de as requerentes contratarem os serviços da depositária com os novos entrantes, eliminando, portanto, a dificuldade de entrada de novos competidores. Nesse sentido, ponderou que:

Ao que tudo indica, conforme constatado nas incansáveis reuniões mantidas com as requerentes e com os terceiros interessados, a BVMF tem supostamente operado no sentido de dificultar a entrada de um novo competidor. O presente ACC elimina por completo tal predisposição. Essa suposta negativa de oferta dos serviços relativos a Depositária pela BVMF aos possíveis entrantes muitas vezes se dava de maneira indireta, criando dificuldades à contratação e postergando progressivamente a resolução do conflito. A disputa se resume nas condições de contratação que podem ser simplificadas em condições comerciais e técnicas. O ACC endereça apropriadamente tais preocupações, uma vez que determina a obrigatoriedade das requerentes a contratar os serviços da depositária com os novos entrantes. Essa obrigação pode ser extraída da cláusula 2.8 do ACC que se refere ao procedimento alternativo de resolução de conflito. Salienta-se que a decisão arbitral é irrecorrível e vincula as requerentes.<sup>83</sup>

O CADE também submeteu sua decisão, juntamente com o ACC firmado, à apreciação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM, embora reconhecendo que a operação “concentrará, sob a mesma companhia, toda a cadeia de negócios relativa ao mercado secundário de valores mobiliários e ao mercado de derivativos de bolsa e de balcão”<sup>84</sup>, não viu óbice à

<sup>83</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB6 0317559, p. 2635-2636.

<sup>84</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Ofício n° 40/2017/CVM (0339840), p. 2799.

sua realização, entendendo como suficientes as medidas propostas pela BVMF para a mitigação de riscos regulatórios.

Enfim, inobstante as discordâncias suscitadas ao longo do processo no que tange a possíveis problemas concorrenciais que a operação poderia ocasionar, o Plenário do CADE, por unanimidade, conheceu a operação e, por maioria, aprovou-a condicionada à celebração e ao cumprimento de Acordo em Controle de Concentrações.

### 3.2 CONSEQUÊNCIAS DA OPERAÇÃO E POSSÍVEIS PROBLEMAS CONCORRENCIAIS

Assim, com a união das atividades da BVMF e da CETIP, formando-se a B3, há especialistas que acreditam que o mercado de capitais brasileiro se tornou mais competitivo frente ao mercado global, pois resultou em um leque maior de opções de investimentos, o que atrai investidores e fortalece a economia<sup>85</sup>.

Nesse sentido, Ana Beatriz dos Santos Borges ressalta a importância do CADE como órgão que irá informar diretrizes a serem seguidas pelos particulares, bem como do equilíbrio entre mercado e Estado para a economia, quando ambas as partes fazem concessões, uma vez que a extrema regulação por parte do Estado também não é benéfica.<sup>86</sup> Assim, segundo a autora, o ACC apresentado pelas companhias foi elaborado para receber esta ideia de equilíbrio, tendo em vista “o objetivo de se adequarem, minimamente, às regulações exigidas pelo Estado, mas sem ferirem por completo seus próprios interesses”, enquanto, em contrapartida, o Estado, por meio do CADE, possibilitou a operação<sup>87</sup>.

---

<sup>85</sup> BORGES, Ana Beatriz dos Santos. *B3, uma nova empresa, e a questão do monopólio*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v.20, n.78, p. 87-104, out./dez. 2017, p. 102.

<sup>86</sup> BORGES, Ana Beatriz dos Santos. *Op. cit.*

<sup>87</sup> BORGES, Ana Beatriz dos Santos. *Ibidem*, p. 102-103.

Por outro lado, críticos à operação argumentam que “o problema econômico em questão se apoia na ideia de ‘concorrência potencial’”<sup>88</sup>, tendo em vista que, antes da operação, a CETIP “era líder do mercado de balcão e já estava estrategicamente preparada para entrar no mercado de bolsa com uma CCP, a deixando apta para competir com a BVMF”<sup>89</sup>, enquanto a BVMF poderia se fortalecer no mercado de balcão. Com a união entre as atividades das companhias, eliminam-se as prováveis concorrentes de cada um dos mercados.

Face ao que antecede, é fundamental que sejam observadas regras de acesso rígidas que impeçam a imposição de preços abusivos pela B3 para as companhias que busquem atuar nos mercados de bolsa e balcão. Nesse sentido:

Nota-se que os mercados nos segmentos de bolsa e balcão possuem, de fato, barreiras regulatórias à entrada. Tais barreiras estão relacionadas à regulamentação, à inexistência de regras de acesso claras e à necessidade de obtenção de autorização de duas entidades reguladoras – CVM e Banco Central –, sendo que esta última, apesar de ter como objetivo a garantia de menor exposição possível de riscos ao sistema, prejudica ainda mais a entrada de novos agentes e, conseqüentemente, a concorrência.<sup>90</sup>

Conforme Isabela Maiolino, a “necessidade de o Banco Central exigir a contratação dos serviços a serem prestados pela central depositária, mesmo que o entrante pretenda atuar somente nos mercados de negociação e *clearing*”<sup>91</sup>, bem como o fato de a legislação não prever obrigatoriedade de que a B3 forneça os serviços de central depositária a concorrentes, acaba configurando um dos principais problemas regulatórios e concorrenciais, permitindo que a B3 “use as condutas exclusionárias como estratégia empresarial”<sup>92</sup>.

---

<sup>88</sup>DE MELLO, Karen da Silva. *Ibidem*, p. 21.

<sup>89</sup>DE MELLO, Karen da Silva. *Ibidem*, p. 21.

<sup>90</sup>MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 47.

<sup>91</sup>MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 48.

<sup>92</sup>MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 48.

Diante disso, a autora argumenta que a regulação da bolsa de valores gera problemas circulares ao não adotar como premissa o fato de que o segmento de central depositária é de fato um monopólio natural<sup>93</sup>, concluindo que o legislador deve realizar mudanças para reconhecer as particularidades que existem em razão da estrutura verticalizada do mercado, com fins de desburocratizar e promover a diminuição das barreiras à entrada. Propõe, assim, como principais mudanças:

- (i) permitir que empresas que queiram atuar no mercado de compensação ou liquidação não precisem apresentar todos os documentos referentes à central depositária; e (ii) editar normativo que estabeleça a obrigatoriedade de prestação de serviço de central depositária pela B3 a novas empresas.<sup>94</sup>

Nesse contexto, o conselheiro Paulo Burnier da Silva, em seu voto<sup>95</sup>, destacou o problema concorrencial verificado no segmento de central depositária, convergindo com o relatório emitido pela Superintendência-Geral do CADE. Conforme o referido relatório, considerando que as Requerentes passariam a deter o monopólio desse serviço no Brasil, qualquer agente que tivesse a intenção de adentrar no mercado nacional de bolsa ou balcão necessariamente deverá contratar os serviços de depositária central da companhia, que também será sua concorrente. Pondera ainda que:

Se tal situação hipotética já seria preocupante sob o ponto de vista concorrencial, reveste-se de maior relevância na medida em que já há, como também mencionado ao longo desta análise, Inquérito Administrativo em análise nesta SG que avalia justamente uma denúncia de que a BVMF teria impedido ou dificultado a contratação de sua central depositária por uma nova bolsa que deseja entrar no mercado nacional.<sup>96</sup>

A despeito deste entendimento, o conselheiro sustenta que a solução para os problemas concorrenciais apresentados reside em “encontrar uma maneira efetiva de garantir o acesso de

---

<sup>93</sup>MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 48.

<sup>94</sup>MAIOLINO, Isabela. *Ibidem*, p. 48.

<sup>95</sup>CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB5 0316888, p. 2618

<sup>96</sup>CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB5 0316888, p. 2618.

terceiros à infraestrutura das Requerentes, em condições justas, transparentes e, sobretudo, não-discriminatórias”<sup>97</sup>, o que poderia ser atingido por meio do mecanismo arbitral proposto pelas companhias.

Diante disso, observa-se que, com a operação, se instaurou uma ampla discussão em torno das barreiras de acessos aos novos entrantes no mercado de capitais, assim como também se discute os possíveis benefícios a serem oferecidos ao mercado como um todo. Necessário atentar, portanto, aos acontecimentos que estão por vir e ao comportamento da companhia, para que se possa avaliar com mais precisão os reais impactos do ato de concentração realizado.

#### 4. CONCLUSÃO

As operações de fusão e de incorporação são fenômenos de reestruturação empresarial que, ao passo que vêm se tornando cada vez mais recorrentes no Direito Empresarial, também apresentam alta complexidade, diante dos diversos aspectos e procedimentos a serem considerados. Frequentemente, tais reorganizações ensejam o fenômeno da concentração de empresas, e, nessa esteira, quando importarem limitação ou prejuízo à livre concorrência, visando à concentração econômica, devem ser submetidas à apreciação do CADE.

Nesse contexto, analisou-se o Ato de Concentração de nº 08700004860, envolvendo a CETIP S.A, então líder no mercado de balcão, e a BM&FBovespa S.A, principal referência no mercado de bolsa de valores mobiliários no Brasil, tendo esta última passado a ser titular da totalidade das ações de emissão da CETIP, tratando-se, portanto, de caso de incorporação. O intuito da operação foi a concentração das atividades das companhias, para fins de promover maior segurança e eficiência ao mercado de capitais brasileiro, formando a denominada B3 - Brasil, Bolsa,

---

<sup>97</sup> CADE, Processo SEI 08700004860, Voto GAB5 0316888, p. 2618.



Balcão.

Segundo as companhias, a operação ensejaria sobreposição horizontal somente em relação a alguns produtos específicos no mercado de balcão, nos quais a BVMF tinha participação incipiente, não havendo interferência, portanto, no mercado de bolsa. Não obstante, a operação ensejou grande debate sobre o problema concorrencial no mercado de capitais brasileiro, tendo em vista a possível eliminação da concorrência potencial no mercado de bolsa de valores.

Por esse motivo, as companhias envolvidas na reestruturação realizaram Acordo em Controle de Concentrações (ACC) para fins de mitigar eventuais problemas de concorrência identificados pelo CADE. Dentre as cláusulas do ACC, destacam-se as que dizem respeito (i) as regras de acesso aos serviços de compensação e liquidação (serviços de CCP) e os serviços de depósito centralizado (serviços de CSD); (ii) de precificação, por meio de Comitê de Produtos e Precificação a fim de garantir a participação dos clientes na política de preço dos produtos e serviços ofertados; (iii) de solução de controvérsias por meio da arbitragem, em que as companhias se comprometem a negociar pelo período de 120 (cento e vinte) dias com qualquer interessado na contratação dos serviços de CSD, podendo a parte interessada, caso não obtenha êxito na negociação, acionar o mecanismo arbitral; e, (iv) de governança, com a manutenção de Conselho de Administração que garanta a participação dos clientes e no processo decisório atinente aos preços e às políticas comerciais.

Assim, tendo a maioria dos conselheiros entendido que o ACC proposto resolveria adequadamente os problemas concorrenciais apontados, o plenário do CADE aprovou a operação, condicionada ao cumprimento do referido ACC. No entanto, alguns críticos sustentam que a união entre as companhias ocasionará a eliminação de prováveis concorrentes tanto do mercado de bolsa de valores quanto do mercado de balcão. Existe, assim,

a preocupação de uma eventual criação de barreiras regulatórias à entrada de novos interessados nesses mercados, principalmente pela necessidade de contratação dos serviços pela depositária central, aliada à não obrigatoriedade de a B3 oferecer tais serviços aos concorrentes, resultando, assim, em condutas anti-competitivas.

Neste panorama, pode-se verificar a complexidade da discussão envolvendo a operação, que foi objeto de análise e de críticas por diversas instituições e especialistas, bem como o grande impacto que tais fenômenos podem causar no mercado brasileiro. O que se pretendeu por meio deste estudo de caso, portanto, foi iniciar um debate acerca do impacto da operação analisada para o mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, certamente há diversas outras questões atinentes à atual realidade do mercado de capitais a serem exploradas, uma vez que as consequências práticas de tal reestruturação societária estão em curso, evidenciando, portanto, a dinamicidade deste ramo do Direito Empresarial.



## 5. REFERÊNCIAS

- BORGES, Ana Beatriz dos Santos. *B3, uma nova empresa, e a questão do monopólio*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v.20, n.78, p. 87-104, out./dez. 2017.
- BRASIL, Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm). Acesso em 26/10/2019.
- BRASIL, Lei nº 12.259 de 30 de novembro de 2011. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm). Acesso em 07/07/2019.

- BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedade*. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2000.
- CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. 1ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2010.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial: direito de empresa*. 23ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Processo SEI nº 08700004860.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Disponível em: <http://www.cade.gov.br/servicos/perguntas-frequentes/perguntas-sobre-atos-de-concentracao-economica>. Acesso em 07/07/2019.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Disponível em <http://www.cade.gov.br/noticias/b3-firma-acordo-com-o-cade-em-investigacao-no-mercado-de-bolsa-de-valores>. Acesso em 04/11/2019. Acesso em 26/10/2019.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). *Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*, 2016.
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA (CADE). Disponível em <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional>. Acesso em 26/10/2019.
- DE MELLO, Karen da Silva. *A organização industrial do mercado de capitais brasileiro: uma análise sobre a fusão CETIP e BM&FBOVESPA*. PUCRJ: novembro, 2017.
- FRANCO, Vera Helena de Mello. *Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidade. A intermediação e a desintermediação financeira (os novos produtos)*. Revista Forense, v. 399, p. 523-531, 2008.
- GONÇALVES NETO, Neto, Alfredo de Assis. *A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de sociedades por ações*, In Revista Jurisprudência brasileira n. 64, p. 15–24: Juruá, 1982.

- MAIOLINO, Isabela. *A regulação pode ser anticompetitiva? Uma análise do mercado de capitais a partir do caso Cetip/BVMF*. Revista de Direito Setorial e Regulatório, v. 5, n. 2, p. 27-52, outubro 2019.
- NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresa*. Volume 1, 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2012.
- RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito Empresarial Esquemático*. 5. Ed. São Paulo: Método, 2015.
- RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Concentração empresarial: fusões e incorporações*. In Revista do Advogado/ Associação dos Advogados de São Paulo (AASP), Ano XXVIII, nº 96. São Paulo: AASP, 2008.
- TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol 1. Teoria Geral do Direito Societário*. 8ª Edição. São Paulo: Atlas, 2017.
- YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/plugin-file.php/1041837/mod\\_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf](https://edisciplinas.usp.br/plugin-file.php/1041837/mod_resource/content/1/YAZBEK%20-%20Derivativos%20balcao%20-%202011.pdf). Acesso em 30/10/2019.