



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório SMI Nº 001/16

São Paulo, 12 de fevereiro de 2016.

Assunto: **Pedido de Autorização para Funcionamento como Entidade Administradora de Mercado Organizado e para Funcionamento de Mercado Organizado – BRIX Energia e Futuros S/A**

Senhor Superintendente,

SUMÁRIO EXECUTIVO

1. Trata-se de processo constituído para a avaliação do pedido efetuado pela BRIX Energia e Futuros S/A (“**BRIX**”) para: (i) ser autorizada como entidade administradora de mercado organizado; e (ii) autorizar o funcionamento de um mercado organizado a ser por ela administrado.
2. A proponente pretende administrar um mercado de balcão organizado por meio da constituição de uma plataforma para negociação de derivativos de energia. Os negócios, que envolverão transações bilaterais com risco de contraparte, serão registrados e liquidados pela Cetip S.A. – Mercados Organizados.
3. Atualmente a **BRIX** já opera uma plataforma para negociação de energia física (*spot*) no denominado Ambiente de Contratação Livre (ACL), do qual participam geradoras, comercializadoras e grandes consumidores. Os contratos entre tais participantes, que são bilaterais, devem ser obrigatoriamente registrados na Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), mas os preços transacionados não fazem parte das informações necessárias para o registro.
4. Deve ser destacado que como a energia física não é um valor mobiliário, os contratos envolvendo tal produto não estão sob a competência de regulação e/ou supervisão desta autarquia.
5. Como será detalhado mais adiante, o plano de negócios da proponente para o período 2016-2020 mostra que, em média, cerca de 94% das receitas advirão de negociações no mercado físico (a atual fase 1) sendo o restante oriundo de negociações de derivativos de energia (a pretendida fase 2).
6. No período mencionado a participação da **BRIX** no chamado *addressable market* (que desconsidera o consumo próprio de geradoras e autogeradoras) deverá variar de praticamente 0% para 12%. Isso significa que haverá necessidade de ser empreendido um esforço significativo de convencimento para que participantes do mercado de energia física, que hoje fazem suas transações



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sem a divulgação de preços, passem a direcionar uma parcela de negócios para uma plataforma onde ocorrerá uma maior transparência, embora mantida a bilateralidade entre as partes.

7. Durante o período compreendido entre 2016 e 2018, a entidade continuará apresentando prejuízo operacional (e consequente geração negativa de caixa), situação que deverá ser revertida a partir de 2019. Desta forma, existirá a necessidade de aporte de recursos adicionais pelos sócios, no mínimo para que a implantação da chamada fase 2, objeto do pedido, seja implantada.

8. A proposta da área técnica, detalhada ao final deste relatório, é que o pedido da **BRIX** seja deferido com condicionantes, principalmente uma relacionada à efetiva implementação dos sistemas de negociação e da interligação dos mesmos com os da Cetip, permitindo que esta área técnica possa testar sua eficácia e exercer sua atividade de supervisão de maneira adequada.

DO PROCESSO

9. O pedido da **BRIX** foi protocolado na CVM em 16 de março de 2015 (fls. 1 a 8), visando atender ao disposto nos artigos 109 e 110 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (ICVM 461).

10. Complementando o pedido, a proponente apresentou os documentos listados nos Anexos I e III da ICVM 461 (fls. 9 a 981).

11. Em 10 de agosto de 2015, por meio eletrônico, a **BRIX** enviou: (i) uma minuta do “Contrato de Acesso **BRIX**” (em substituição ao “Acordo de Participação” enviado anteriormente; e (ii) uma minuta do “Código de Conduta de Participantes”, documento que não fez parte do conjunto enviado quando do pedido (fls. 1.102 a 1.123).

HISTÓRICO

12. Atualmente a **BRIX** oferece uma plataforma eletrônica para a comercialização de energia elétrica no ACL, do qual fazem parte empresas geradoras, distribuidoras, comercializadoras e consumidores livres. Estamos falando de contratos físicos de energia elétrica.

13. No ACL contratos bilaterais são livremente negociados entre os participantes acima listados, existindo uma segmentação dos consumidores livres entre: (i) convencionais, aqueles cujo consumo de energia seja superior a 3 MW e que estejam conectados a uma rede de transmissão de 69 kV ou superior, e que podem adquirir energia de qualquer fonte de geração – basicamente representados por segmentos industriais eletro-intensivos e grandes plantas industriais; e (ii) especiais, aqueles cujo consumo esteja compreendido entre 500 KW e 3 MW, e que só podem adquirir energia gerada a partir de fontes alternativas (Pequenas Centrais Hidroelétricas – PCHs, biomassa, eólica e solar), com desconto em suas tarifas de distribuição / transmissão – basicamente representados por segmentos industriais e comerciais, incluindo shopping centers, pequenas indústrias, redes varejistas, supermercados e o setor bancário, entre outros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. O ACL representa, atualmente, cerca de 24% do total de energia elétrica negociado país, e conta com aproximadamente 560 geradores, 150 comercializadoras, 650 consumidores livres convencionais e 1.150 consumidores livres especiais.
15. Todos os contratos celebrados no ambiente ACL (bem como aqueles celebrados no Ambiente de Contratação Regulada – ACR) são registrados na CCEE, a qual registra, contabiliza e liquida as transações de curto prazo.
16. Dentro da estratégia de negócios da **BRIX**, a plataforma mencionada no item 3 retro representa a primeira e atual fase do projeto completo. Atualmente, a empresa concentra seus esforços na expansão da base de participantes desta plataforma.
17. É importante ser destacado que não há obrigatoriedade de que contratos no ambiente ACL sejam negociados em uma plataforma eletrônica como a da **BRIX**. O que é mandatório é o registro das transações na CCEE, como mencionado no item 15 retro.
18. O registro na CCEE inclui apenas as partes envolvidas, os montantes de energia e o período de vigência do contrato. A CCEE contabiliza as diferenças (físicas) entre o que foi produzido ou consumido e o que foi contratado. As diferenças, positivas ou negativas, são liquidadas financeiramente no mercado de curto prazo e valoradas ao denominado Preço de Liquidação de Diferenças – PLD, determinado semanalmente para cada patamar de carga e para cada submercado.
19. Pelo descrito no item anterior, o preço negociado entre as partes de um contrato físico de energia no ambiente ACL não é informado para a CCEE (e a liquidação financeira do contrato base é feita diretamente entre as partes). A ideia por trás da plataforma de negociação é justamente a transparência de preços praticados no mercado, mas sua utilização envolve um elevado grau de convencimento dos participantes do mercado.
20. Na verdade, a imensa maioria dos contratos no ACL é ainda negociada de forma bilateral, com o conseqüente risco de crédito entre as partes envolvidas.
21. A segunda fase do projeto da **BRIX** é que ela seja autorizada a ser uma entidade administradora de mercado de balcão organizado, negociando contratos derivativos cujos ativos subjacentes sejam índices do setor elétrico, com liquidação financeira.
22. Nesta fase, continuará existindo o risco bilateral entre as partes contratantes, e a ideia básica é permitir aos participantes do mercado (e outros novos atores, como as instituições financeiras) a utilizar tais contratos derivativos como instrumentos de gestão de risco e eventualmente para especulação por parte dos outros atores.
23. O pedido mencionado no item 9 retro envolve exatamente esta segunda fase.
24. Por fim, a terceira e última fase do projeto da **BRIX** envolve sua atuação como uma bolsa para negociação de contratos derivativos de energia elétrica. Evidentemente esta terceira fase



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

envolverá negociações multilaterais que, principalmente, deverão ser compensadas e liquidadas por uma contraparte central garantidora.

25. Deve ser ressaltado que toda a análise objeto deste relatório estará limitada à fase 2 do projeto da **BRIX**, isto é, um mercado de balcão para negociação de derivativos de energia elétrica com liquidação financeira, nos termos do inciso I do art. 92 da ICVM 461.

26. É importante ser comentado, neste ponto, que o mercado de balcão operará como um sistema centralizado e multilateral de negociação, permitindo o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de derivativos de energia elétrica, apenas com a ressalva de que as operações só poderão ser concretizadas entre partes que tenham estabelecido previamente limites de crédito entre si, e que os mesmos estejam inseridos na plataforma entre os parâmetros de negociação.

27. Na fase 2 serão negociados contratos a termo com liquidação financeira contra índices do mercado de energia elétrica criados a partir das transações ocorridas no mercado físico. Inicialmente, os contratos terão liquidação diária, semanal ou mensal, com prazos máximos de 60 meses, 8 semanas e 1 dia, respectivamente, envolvendo energia incentivada (Produto Incentivado 50) e energia convencional (Produto Convencional PLD e Produto Convencional PLD + Prêmio).

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

28. O projeto inicial da **BRIX** previa, na segunda fase, que os contratos derivativos seriam negociados em uma plataforma eletrônica (“**BRIX Balcão**”) e registrados em uma plataforma de registro (a então denominada “**BRIX Registro**”), sendo o registro efetuado por instituições financeiras habilitadas como Agentes de Registro, responsáveis pela concessão de crédito bilateral para os participantes da plataforma de negociação.

29. As operações então registradas seriam liquidadas financeiramente diretamente entre as partes por meio dos Agentes de Registro.

30. Durante uma apresentação feita pela **BRIX** para a área técnica (Deban) do Banco Central, foi esclarecido que uma plataforma de registro de contratos derivativos deve, necessariamente, ser autorizada por esse Banco como um Sistema de Liquidação, nos termos da Circular nº 3.057/2011, conforme alterada.

31. Desta forma, o projeto inicial foi modificado, de modo que os serviços de registro e de liquidação passarão a ser fornecidos pela Cetip S/A – Mercados Organizados. Com esta alteração, o Deban / Banco Central só analisará a divisão de responsabilidades entre a **BRIX** e a Cetip, pois os sistemas desta última estão aprovados e são acompanhados de maneira contínua pela autoridade monetária. A **BRIX** será, na prática, um sistema de negociação com as características previstas no art. 94 da ICVM 461.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ANÁLISE DOS DOCUMENTOS APRESENTADOS PELA BRIX

32. A análise preliminar dos documentos apresentados para suportar o pedido de autorização mencionado no item 1 retro, e que são aqueles constantes dos Anexos I e III à ICVM 461, evidenciou: (i) inconsistências entre o Estatuto Social e o Acordo de Acionistas; (ii) inconsistências entre o Manual de Procedimentos Operacionais e o Regulamento; (iii) incorreções nos diferentes Códigos de Conduta; (iv) a necessidade de ser criado um Contrato Geral de Derivativos – e eventuais anexos – que efetivamente refletisse os produtos a serem negociados na plataforma; (v) o necessário alinhamento entre o texto do Estudo de Viabilidade Técnica, Econômica e Financeira (EVTE) e os demais documentos; (vi) a necessidade de inclusão do investimento a ser realizado para interligação com os sistemas da Cetip e posteriores gastos de manutenção; (vii) necessárias alterações em itens de governança para alinhamento com normas legais e/ou com o acordo de acionistas; e (viii) a necessidade de alterações no acordo de acionistas.

33. Como consequência da análise acima mencionada, foram enviados o OFÍCIO/CVM/SMI/Nº 045/2015, em 24 de junho de 2015 (fls. 982 a 1.101), e o OFÍCIO/CVM/SMI/Nº 069/2015, em 13 de agosto de 2015 (fls. 1.124 a 1.196), contendo solicitações de alterações, correções e complementações de informações para a continuidade da análise do processo.

34. Para atendimento das solicitações mencionadas no item anterior, a **BRIX** encaminhou, em 10 de setembro de 2015, duas correspondências: (i) a primeira, contendo as respostas às solicitações da área técnica (fls. 1.197 a 2.085); e (ii) a segunda contendo um pedido de confidencialidade para o contrato com a Cetip (fls. 2.086 a 2.114).

35. Uma segunda revisão foi efetuada pela área técnica e, de novo, foram detectadas algumas inconsistências, ao lado de complementações / esclarecimentos que ainda se faziam necessários.

36. Assim, entre os dias 11 e 17 de novembro de 2015, foram encaminhadas à **BRIX**, por meio eletrônico, solicitações de informações adicionais, além de algumas sugestões de alterações nos textos dos documentos enviados (fls. 2.121 a 2.299).

37. Tendo em vista que: (i) o montante da receita projetada para a negociação de contratos envolvendo derivativos de energia ser, no nosso entender, pouco relevante quando comparado à receita projetada para o registro de operações no mercado à vista de energia (ver item 5 retro); e (ii) a necessidade da emissão de um parecer sobre o pedido objeto do presente relatório que desse condições mínimas para o Colegiado acompanhar ou não a decisão da área técnica, optou-se por, sem detrimento da análise documental, focar na viabilidade econômico-financeira do projeto da **BRIX**, o que nos parece ser o ponto de maior relevância para a avaliação do projeto pelo Colegiado.

38. O racional da decisão retro mencionada baseou-se, além do fator prazo já mencionado, em: (i) caso o projeto não se mostre viável do ponto de vista econômico-financeiro, o dispêndio de recursos envolvendo o aperfeiçoamento de documentos legais e normativos mostrar-se-ia contraproducente; e (ii) caso o projeto se mostre viável, e levando em consideração que o pedido de registro para exercer a atividade também apresenta uma condicionante, qual seja, a concessão por parte da CVM de um prazo de cerca de 9 (nove) meses entre sua aprovação e o início



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das operações do mercado de balcão (para que a requerente e a CETIP possam desenvolver a interligação entre seus sistemas permitindo à última fazer o registro e a liquidação das transações), motivo pelo qual entendemos que as necessárias alterações / complementações nos documentos apresentados pela empresa poderão, se for o caso, ser providenciadas nesse período.

39. O Anexo 1 ao presente relatório apresenta um quadro contendo o *status* de toda a documentação enviada pela **BRIX** e analisada pela área técnica, para atendimento do disposto nos Anexos I e III da ICVM 461.

ANÁLISE DA VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA

40. Até a presente data, a **BRIX** tem operado apenas na chamada Fase 1, isto é, atuando como uma plataforma para negociação de contratos de energia com entrega física. Lembramos que este tipo de contrato é bilateral, apresentando risco de contrapartes, e deve ser registrado na CCEE para fins de liquidação de diferenças (físicas), não sendo mandatário que seja cursado por meio de uma plataforma (ver itens 3 e 12 retro).

41. Embora já comentado, julgamos importante ressaltar que a CCEE não é informada sobre o preço contratado entre compradores e vendedores de energia – sua preocupação é com a quantidade física negociada. Em outras palavras, a CCEE, que é uma pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos e que está sob a regulação e a fiscalização da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), não está interessada, a princípio, na transparência dos preços praticados no ACL.

42. O comentário acima é feito para destacar que fazer com que os participantes do mercado ACL, que são as geradoras, as comercializadoras e os consumidores livres convencionais e especiais, isto é, basicamente empresas de grande porte, optem por realizar suas transações em uma plataforma onde há transparência de preços, envolve um elevado esforço comercial.

43. De acordo com as informações financeiras auditadas relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, a **BRIX** apresentava prejuízos acumulados de R\$ 16.138 mil (os prejuízos dos anos de 2013 e 2014 foram, respectivamente, de R\$ 2.982 mil e R\$ 3.999 mil).

44. Das demonstrações financeiras não auditadas em 30 de novembro de 2015, podemos destacar (fls. 2.333 a 2.334): (i) prejuízo de R\$ 2.296 mil no período de 11 meses; (ii) receita operacional líquida de R\$ 34 mil); e (iii) caixa e aplicações financeiras totalizando R\$ 166 mil.

45. O material apresentado originalmente pela **BRIX** apresentava uma projeção de resultados e de fluxos de caixa para um período de 5 (cinco) anos – 2016 a 2020 – incluindo as 3 (três) fases do projeto - mercado físico, mercado de balcão e mercado de bolsa - como segue:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Summary Financial Projections – All 3 Phases

R\$ Thousands, except where noted

R\$ Thousands, except where noted	2016	2017	2018	2019	2020
(I) Total Net Revenues	R\$721	R\$2.749	R\$8.056	R\$17.528	R\$27.568
Physical Net Revenues	R\$695	R\$2.586	R\$5.521	R\$11.201	R\$14.687
% Total Net revenues	96,4%	94,1%	68,5%	63,9%	53,3%
OTC Bilateral (Energy) Net Revenue	R\$26	R\$51	R\$331	R\$825	R\$1.680
% Total Net revenues	3,6%	1,8%	4,1%	4,7%	6,1%
Exchange/Multilateral (Energy) Net Revenue	R\$ -	R\$112	R\$2.205	R\$5.502	R\$11.201
% Total Net revenues	0,0%	4,1%	27,4%	31,4%	40,6%
(II) Costs (Software Amortization)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)
(III) SG&A	(R\$6.369)	(R\$7.240)	(R\$9.050)	(R\$11.892)	(R\$11.922)
(i) Payroll	(R\$4.089)	(R\$4.292)	(R\$5.953)	(R\$8.454)	(R\$8.454)
% Total SG&A	64,2%	59,3%	65,8%	71,1%	70,9%
(ii) Backoffice Services	(R\$708)	(R\$725)	(R\$520)	(R\$540)	(R\$500)
% Total SG&A	11,1%	10,0%	5,7%	4,5%	4,2%
(iii) Marketing & Sales	(R\$230)	(R\$390)	(R\$510)	(R\$640)	(R\$690)
% Total SG&A	3,6%	5,4%	5,6%	5,4%	5,8%
(iv) Rent	(R\$267)	(R\$267)	(R\$347)	(R\$451)	(R\$451)
% Total SG&A	4,2%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
(iv) Technology and IT support	(R\$250)	(R\$500)	(R\$390)	(R\$390)	(R\$410)
% Total SG&A	3,9%	6,9%	4,3%	3,3%	3,4%
(v) Others	(R\$825)	(R\$1.066)	(R\$1.330)	(R\$1.416)	(R\$1.416)
% Total SG&A	13,0%	14,7%	14,7%	11,9%	11,9%
(IV) EBTIDA	(R\$5.909)	(R\$4.752)	(R\$1.255)	R\$5.375	R\$15.385
EBITDA Margin%	NA	NA	NA	30,7%	55,8%
(-) Depreciation	(R\$59)	(R\$72)	(R\$144)	(R\$144)	(R\$144)
(V) Earnings Before Taxes	(R\$5.968)	(R\$4.824)	(R\$1.399)	R\$5.231	R\$15.241
(-) Income Taxes (IR/CSLL)	R\$ -	R\$ -	R\$ -	(R\$1.245)	(R\$3.627)
(VI) Net Profit & Loss	(R\$5.968)	(R\$4.824)	(R\$1.399)	R\$3.986	R\$11.614
(+) Depreciation & Costs	R\$320	R\$333	R\$405	R\$405	R\$405
(-) Capex	(R\$2.100)	(R\$700)	(R\$144)	(R\$144)	(R\$144)
(VII) Free Cash Flow	(R\$7.748)	(R\$5.190)	(R\$1.138)	R\$4.248	R\$11.875



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

46. Tendo em vista que o pedido formulado pela empresa envolve apenas a autorização para a chamada Fase 2, a área técnica solicitou que as projeções fossem refeitas para desconsiderar os valores da Fase 3 (fls. 2.335 a 2.374).

47. Desta forma, o quadro a seguir apresenta as projeções considerando apenas as Fases 1 e 2, isto é:

- (i) não foram consideradas as receitas provenientes da Fase 3 do projeto (bolsa);
- (ii) foi reduzido o número de profissionais no quadro funcional e diretivo da empresa, conforme especificado abaixo:
 - foram preservadas as posições de 3 diretores (CEO, Comercial e Autorregulação) e extinto o cargo de Diretor Administrativo-Financeiro; essa área se reportará diretamente ao Diretor Presidente da empresa.
 - foi reduzido o número de executivos comerciais (de 4 para 3), mantendo 2 profissionais voltados para o mercado físico e 1 para o mercado financeiro.
 - foi reduzido o número de profissionais da área administrativa e financeira de 9 para 3. Dois profissionais estavam diretamente relacionados com a expansão das operações da empresa referentes à Fase 3 e serão mantidos os serviços terceirizados de contabilidade e recursos humanos, o que resultou na extinção de mais 4 posições.
 - foi reduzido o número de profissionais das áreas de TI e Autorregulação de 9 para 6. Estes 3 profissionais estavam diretamente relacionados com a expansão das operações da empresa referentes a Fase 3.
 - foi reduzido o número de estagiários de 6 para 2.
- (iii) foram mantidos os serviços terceirizados de contabilidade e recursos humanos até o final da projeção.
- (iv) foram reduzidos os valores investidos em Marketing Institucional e Participação em Eventos.
- (v) não será necessário um espaço físico maior a partir de 2019, devido à redução do quadro funcional e diretivo, dessa forma sendo mantidas constantes as despesas referentes a aluguel, a partir de 2018.
- (vi) foram desconsideradas as despesas de TI relativas ao desenvolvimento da Fase 3 durante todo o período projetado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Summary Financial Projections – Only Phases 1 and 2

R\$ Thousands, except where noted

<i>R\$ Thousands, except where noted</i>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
(I) Total Net Revenues	R\$721	R\$2.637	R\$5.852	R\$12.027	R\$16.367
Physical Net Revenues	R\$695	R\$2.586	R\$5.521	R\$11.201	R\$14.687
% Total Net revenues	96,4%	98,1%	94,3%	93,1%	89,7%
OTC Bilateral (Energy) Net Revenue	R\$26	R\$51	R\$331	R\$825	R\$1.680
% Total Net revenues	3,6%	1,9%	5,7%	6,9%	10,3%
(II) Costs (Software Amortization)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)	(R\$261)
(III) SG&A	(R\$6.369)	(R\$8.045)	(R\$8.568)	(R\$8.559)	(R\$8.579)
(i) Payroll	(R\$4.089)	(R\$5.373)	(R\$5.861)	(R\$5.861)	(R\$5.861)
% Total SG&A	64,2%	66,8%	68,4%	68,5%	68,3%
(ii) Backoffice Services	(R\$708)	(R\$725)	(R\$320)	(R\$330)	(R\$330)
% Total SG&A	11,1%	9,0%	3,7%	3,9%	3,9%
(iii) Marketing & Sales	(R\$230)	(R\$400)	(R\$450)	(R\$450)	(R\$450)
% Total SG&A	3,6%	5,0%	5,3%	5,3%	5,3%
(iv) Rent	(R\$267)	(R\$267)	(R\$347)	(R\$347)	(R\$347)
% Total SG&A	4,2%	3,3%	4,1%	4,1%	4,1%
(iv) Technology and IT support	(R\$250)	(R\$200)	(R\$290)	(R\$290)	(R\$310)
% Total SG&A	3,9%	2,5%	3,4%	3,4%	3,6%
(v) Others	(R\$825)	(R\$1.080)	(R\$1.300)	(R\$1.281)	(R\$1.281)
% Total SG&A	13,0%	13,4%	15,2%	15,0%	15,0%
(IV) EBTIDA	(R\$5.909)	(R\$5.669)	(R\$2.977)	R\$3.206	R\$7.526
EBITDA Margin%	NA	NA	NA	26,7%	46,0%
(-) Depreciation	(R\$63)	(R\$72)	(R\$144)	(R\$144)	(R\$144)
(V) Earnings Before Taxes	(R\$5.972)	(R\$5.741)	(R\$3.121)	R\$3.062	R\$7.382
(-) Income Taxes (IR/CSLL)	R\$ -	R\$ -	R\$ -	(R\$729)	(R\$1.757)
(VI) Net Profit & Loss	(R\$5.972)	(R\$5.741)	(R\$3.121)	R\$2.334	R\$5.625
(+) Depreciation & Costs	R\$324	R\$333	R\$405	R\$405	R\$405
(-) Capex	(R\$2.100)	(R\$700)	(R\$144)	(R\$144)	(R\$144)
(VII) Free Cash Flow	(R\$7.748)	(R\$6.108)	(R\$2.860)	R\$2.595	R\$5.887



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. Pelos valores mostrados no quadro anterior, nota-se que, em média, 94% das receitas da **BRIX** no período 2016-2020 serão provenientes do mercado físico. Dada a relevância do mesmo para a geração de receitas (e de caixa), julgamos oportuno tecer alguns comentários relacionados à participação da empresa em transações que ocorrem nesse mercado.

49. Para isso, apresentamos no quadro a seguir a construção das receitas projetadas para o mercado físico, a partir das premissas utilizadas pela **BRIX**, entre as quais os dados da Empresa de Pesquisas Energéticas – EPE para o mercado de energia nos próximos anos.

Revenue Build up for Physical Market

	2016	2017	2018	2019	2020
<u>Brazil Total Charge(MWm)</u>	68.206	71.438	74.753	78.222	81.851
<u>ACL Total Charge (% of Brazil Total Charge)</u>	24%	26%	27%	28%	29%
<u>ACL Total Charge (MWm)</u>	16.369	18.574	20.183	21.902	23.737
<i>ACL Total Charge Growth</i>	3%	13%	9%	9%	8%
<u>Segmentação ACL:</u>					
<i>Free Consumer (% of ACL Total Charge)</i>	60%	60%	60%	60%	60%
<i>Free Consumer (MW)</i>	9.822	11.144	12.110	13.141	14.242
<i>Special Consumer (% of ACL Total Charge)</i>	12%	12%	12%	12%	12%
<i>Special Consumer (MW)</i>	1.964	2.229	2.422	2.628	2.848
<i>Self Generator (% of ACL Total Charge)</i>	22%	22%	22%	22%	22%
<i>Self Generator (MW)</i>	3.601	4.086	4.440	4.818	5.222
<i>Generator (% of ACL Total Charge)</i>	6%	6%	6%	6%	6%
<i>Generator (MW)</i>	982	1.114	1.211	1.314	1.424
<u>Breakdown of ACL (Short & Long Term)</u>					
<i>ACL ST Market (%)</i>	3,0%	5,0%	8,0%	12,5%	15,0%
<i>ACL Net Charge (GWh) on Short Term</i>	3.097	5.857	10.184	17.268	22.457
<i>ACL LT Market (%)</i>	97,0%	95,0%	92,0%	87,5%	85,0%
<i>ACL Net Charge (GWh) on Long Term</i>	100.148	111.292	117.116	120.873	127.256
<u>Liquidity Ratio for Short term</u>	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
<u>Liquidity Ratio for Long Term</u>	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
<u>ACL Addressable Market (GWh)</u>	212.686	233.714	247.472	264.194	275.472
<i>ACL ST addressable market (GWh)</i>	12.389	22.258	36.663	58.710	71.862
<i>ACL LT addressable market (GWh)</i>	200.296	211.455	210.809	205.484	203.610
	6%	10%	15%	22%	26%
	94%	90%	85%	78%	74%
<u>Model Outputs</u>					
<u>Total Market Share (ST & LT)</u>	1%	4%	6%	10%	12%
<i>Total BRIXs physical volume Projection (GWh)</i>	2.622	8.570	16.040	26.126	34.254
<u>Market Share (ST)</u>	5%	10%	15%	20%	25%
<i>BRIXs ST physical volume projection (GWh)</i>	619	2.226	5.499	11.742	17.966
<u>Market Share (LT)</u>	1%	3%	5%	7%	8%
<i>BRIXs LT physical volume projection (GWh)</i>	2.003	6.344	10.540	14.384	16.289



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Avg. Fee ST (Physical Market) - (BRL/MWh)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Avg. Fee LT (Physical Market) - (BRL/MWh)	0,13	0,15	0,18	0,25	0,25
<i>Exemption (%)</i>	50%	40%	30%	0%	0%

50. Inicialmente deve ser destacado que não temos como fazer um juízo de valor sobre as projeções da EPE que servem de base para as projeções. Por outro lado, julgamos importante ressaltar o expressivo crescimento da participação da **BRIX** no mercado físico (ver destaque na linha *Total Market Share (ST & LT)* dos resultados do modelo).

51. A participação da empresa, que hoje é praticamente inexistente, atingirá 12% do mercado físico (em valores ponderados entre os mercados de curto e longo prazos). O percentual, olhado isoladamente, pode não parecer significativo, mas as características do mercado (e de seus participantes) pede, no mínimo, uma reflexão.

52. Como já comentado no item 19 retro, não há transparência de preços praticados no mercado. Os participantes desse mercado são empresas de grande porte que, aparentemente, não têm interesse em ter os preços de suas transações divulgados. Mais ainda, o próprio governo (via ANEEL e CCEE) também parece não ter interesse nessa divulgação. Se houvesse interesse, bastaria a CCEE exigir dos participantes do mercado físico que informassem, quando do registro, o preço contratado (e não só a quantidade física).

53. Em outras palavras, o trabalho de convencimento que a **BRIX** terá que realizar junto aos participantes do mercado para que estes passem a utilizar sua plataforma envolverá um esforço muito grande. De novo, não temos condições de fazer um juízo de valor, mas o destaque deve ser dado.

54. Outro ponto que merece ser destacado refere-se aos prejuízos que ainda ocorrerão até o exercício de 2018, cujos montantes são muito próximos dos valores de *free cash flows* do mesmo período (à exceção do ano de 2016, quando ocorrerá o pagamento de R\$ 2,1 milhões à Cetip por conta do desenvolvimento e interligação de sistemas), tendo em vista que a empresa não tem valores de ativos fixos depreciáveis significativos.

55. A geração negativa de caixa significa que novos recursos deverão ser aportados pelos sócios de modo a permitir que a implantação da fase 2 do projeto seja concluída, bem como que a entidade possa operar até que o ponto de equilíbrio da operação seja atingido. Neste particular, lembramos que foram solicitadas cartas de conforto emitidas pelos sócios, destacando seu compromisso de prover os recursos necessários para a consecução do projeto.

56. O pedido mencionado no item anterior teve como objetivo evitar que o projeto pudesse ficar sujeito ao disposto nos incisos III e IV do art. 111 da ICVM 461.

57. O teor dos documentos solicitados aos investidores, ou seja, as *comfort letters* (fls. 2.375 a 2.378), s.m.j., referem-se muito mais a um “*compromisso em prover o apoio financeiro necessário para que a empresa honre plenamente com os compromissos assumidos junto a*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

terceiros” do que uma garantia de que recursos serão disponibilizados para a consecução do projeto como um todo.

58. A título de comparação, a carta de conforto emitida pela BRIX Holding Company, LLC (ICE), afirma que *“ela tem intenção de cumprir com todas as suas obrigações estabelecidas no Acordo de Acionistas durante sua vigência, sujeita ao cumprimento das obrigações dos demais acionistas e da própria BRIX”*.

59. Em outras palavras, e de novo s.m.j., a área técnica entende que o teor das cartas de conforto não prevê, explicitamente, que os sócios deverão aportar os recursos necessários para garantir que a Fase 2 do projeto da **BRIX**, isto é, a entrada em funcionamento de um mercado de balcão em que serão negociados derivativos de energia, seja concluída.

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

60. A Fase 2 do projeto da **BRIX**, objeto deste relatório, envolve a negociação de derivativos de energia em mercado de balcão, com risco de contrapartes. Independente do fato de que a participação média deste segmento no período 2016-2020 será de 6%, mesmo que a empresa venha a ter algum problema de liquidez e/ou solvência, não haverá nenhum risco sistêmico envolvido (exatamente pelo fato de que nessa fase o risco continuará sendo bilateral, sem a participação de uma contraparte central).

61. Não deve ser esquecido, por outro lado, que já existe, e poderá continuar a existir, concorrência no mercado objeto do pedido da **BRIX**. Em outras palavras, nada impede que duas contrapartes decidam realizar uma transação envolvendo derivativos de energia em mercado de balcão não organizado, levando-a a registro (e liquidação) em uma câmara (como a própria Cetip ou até mesmo a BM&FBovespa).

CONCLUSÕES E PROPOSTAS A SEREM CONSIDERADAS

62. No período 2016-2020 cerca de 94% da receita da **BRIX** será proveniente de negociações em sua plataforma envolvendo o mercado físico de energia, com risco bilateral. Em outras palavras, praticamente toda a receita estará relacionada a um mercado não regulado pela CVM.

63. Por outro lado, como já comentado, não cabe à área técnica emitir um juízo de valor sobre as premissas utilizadas pela solicitante, que poderão ou não ser atingidas. Tampouco há garantia de que os resultados projetados serão alcançados, nem que os recursos estimados serão suficientes para garantir a viabilidade do projeto como um todo.

64. Porém, é possível exigir que a proponente atenda algumas condicionantes que garantam que a fase 2 será implementada de acordo com as normas vigentes. A área técnica entende que a **BRIX** deverá se comprometer em prover todos os recursos necessários para que transações de derivativos de energia elétrica possam, de fato, ser negociados em sua plataforma, nos termos do pedido ora em análise.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

65. A proposta da área técnica é suportada pelo disposto no artigo 112 da ICVM 461, que prevê que a eficácia de uma autorização pode estar relacionada à implementação de eventos futuros, que devem ser definidos. Cabe ressaltar que, para fins da presente autorização condicionada, também levamos em consideração as características do mercado a ser atendido pelo proponente, tais como: o número de pessoas autorizadas a operar e que terão acesso a ele, seu porte e relevância e o volume de negócios nele esperado.

66. Nestes termos, propomos os prazos e condições abaixo mencionados contados da autorização condicional por parte do Colegiado da CVM, para que a **BRIX** possa complementar e/ou alterar a documentação, assim como concluir os sistemas de tecnologia considerados necessários para o cumprimento das normas que regulam a concessão para autorização do exercício da atividade de administração de mercado de balcão organizado de valores mobiliários:

(i) em até 3 (três) meses, protocolar nesta Autarquia todos os documentos relacionados no Anexo 1, sejam protocolados nesta Autarquia, contendo todas as alterações e/ou complementos mencionados pela Superintendência, conforme comentado no item 38 retro; e

(ii) em até 9 (nove) meses, implementar totalmente a fase 2, incluindo o sistema de negociação e sua interligação com o provedor dos serviços de registro e liquidação.

67. A respeito do item (ii) acima, a área técnica entende que os sócios da **BRIX** deverão garantir o aporte de todos os recursos necessários para que a fase 2 do projeto, tal como prevista no pleito da proponente, seja concluída, permitindo inclusive que a autarquia possa realizar as atividades de supervisão relacionadas.

68. Sem prejuízo do acompanhamento do processo de implementação da fase 2 junto à **BRIX**, a CVM, no prazo de 1 (um) mês contado do recebimento da informação que o item (ii) supra foi concluído, deverá realizar os testes necessários para comprovar que os sistemas: (a) estão de acordo com o regulamento e manual de operação; (b) apresentam disponibilidade e nível de segurança considerados satisfatórios para os contratos aprovados para negociação e registro; e (c) apresentam as contingências necessárias para que não ocorram interrupções nos mesmos.

69. Por fim, na medida em que as condicionantes retro mencionadas forem atendidas, a **BRIX** terá atendido os requisitos previstos na ICVM 461 para ser autorizada a operar como uma entidade administradora de mercado organizado e ter autorizado o funcionamento de um mercado de balcão organizado para negociação de derivativos de energia com liquidação financeira.

À apreciação superior,

Original assinado por
Sergio Ricardo Silva Schreiner
Inspetor
Matrícula CVM nº 7.001.235



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Anexo 1 ao Relatório SMI Nº 001/16

ITENS	Status
ANEXO I- Documentos necessários ao pedido de autorização para funcionamento como entidade administradora de mercado organizado	
I. Atos constitutivos e modificações posteriores, devidamente atualizados e revestidos das formalidades legais.	Pendente - Minuta de Estatuto sujeito à execução de sugestões/alterações feitas pela CVM e já acatadas pela BRIX.
II. Demonstrações financeiras consolidadas, elaboradas com a Lei nº 6.404/76 e demais normas editadas pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas aos três últimos exercícios sociais.	Pendente - Envio das DFs de 2015 auditadas.
III. Comprovação da integralização do patrimônio ou do capital social.	Finalizado.
IV. Estudo de viabilidade que evidencie sua capacidade econômica e financeira de cumprir o objeto social, com descrição dos meios humanos, técnicos e materiais afetos ao exercício de suas atividades.	Finalizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

<p>V – Relatório descritivo abordando os seguintes pontos:</p> <ul style="list-style-type: none">a) procedimentos, estruturas e, quando cabível, controles de risco que assegurem o atendimento às normas legais;b) estrutura de governança da entidade administradora;c) procedimentos de auditoria interna;d) organograma funcional da entidade administradora, contendo indicação do número de pessoas afetas a cada área ou função, bem como informação quanto ao tipo de qualificações requeridas;e) estrutura de fiscalização e supervisão prevista no Capítulo IV, ou no art. 111 quando se tratar de entidade administradora de mercado de balcão organizado, incluindo nome e qualificações dos ocupantes de cargos executivos; ef) programa anual de autorregulação e recursos humanos e materiais disponíveis para sua execução.	<p>Finalizado.</p>
<p>VI – Relação dos integrantes do Conselho de Administração, Diretoria, Conselho de Autorregulação e Diretor do Departamento de Autorregulação, descrevendo, para cada um deles:</p> <ul style="list-style-type: none">a) nome, cargo, prazo de início e término de mandato;b) experiência e qualificações profissionais e acadêmicas para o exercício dos respectivos cargos;c) documento ou declaração comprobatória do preenchimento dos requisitos exigidos por esta Instrução; ed) atividades e setores que estejam sob sua responsabilidade	<p>Finalizado.</p>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

<p>VII – Caso se trate de entidade administradora organizada como sociedade anônima, relatório indicando todos os acionistas que detenham, direta ou indiretamente, 5% ou mais de qualquer espécie ou classe de valores mobiliários de sua emissão. Caso se trate de entidade administradora organizada sob forma associativa, relatório daqueles que tenham contribuído, ou que tenham direito ao recebimento, em caso de liquidação, de 5% ou mais do seu patrimônio. Em ambos os casos, deverá constar do relatório, para cada uma das pessoas ali relacionadas:</p> <ul style="list-style-type: none">a) denominação social completa;b) número de ações e outros valores mobiliários ou quantidade de títulos patrimoniais de sua titularidade;c) participação social aproximada;d) a existência ou não de vínculo de controle; ee) informação sobre a existência de acordos de acionistas	<p>Pendente - Os acionistas da BRIX se comprometeram a alterar o Acordo de Acionistas, nos termos da Clausula 15.1.1 do Acordo de Acionistas, de forma que este esteja em conformidade com as exigências da regulamentação da CVM e Estatuto Social da empresa.</p>
<p>VIII – Código de Conduta aplicável ao quadro funcional e diretivo da entidade administradora e aos integrantes do Departamento e Conselho de Autorregulação.</p>	<p>Pendente - Documentos sujeitos à execução de sugestões/alterações feitas pela CVM e já acatadas pela BRIX.</p>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ITENS	Status
Anexo III - Documentos necessários ao pedido de autorização para funcionamento de mercado de balcão	
I. Regulamentos, contratos e demais documentos que disciplinem: a. A negociação em seus ambientes e sistemas b. Listagem, suspensão e exclusão de emissores ou de valores mobiliários admitidos à negociação c. A admissão, suspensão e exclusão de pessoas interessadas em operar, inclusive com os critérios e condições aplicáveis em cada caso, bem como de seus representantes com acesso aos ambientes e sistemas de negociação	Pendente - Regulamento e MPO sujeitos à execução de sugestões/alterações feitas pela CVM e já acatadas pela BRIX.
d. Contraprestações cobradas	Finalizado.
II. Relatório descritivo abordando os meios de acesso ao mercado e horários de negociação.	Finalizado.
III. Relatório descritivo, auditado por auditor independente registrado na CVM: a. Dos sistemas de negociação, de registro e de duplicação de informações	Finalizado.
b. Do sistema de liquidação, e respectivo sistema de duplicação de informações, caso a entidade administradora do mercado de bolsa seja autorizada pela CVM a executar a atividade diretamente, ou apresentação de contrato com entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM	Pendente. Assinatura do Contrato entre BRIX e CETIP, que será realizada após a obtenção de autorização da CVM.
IV. Código de conduta aplicável às pessoas autorizadas a operar e seus representantes com acesso aos ambientes e sistemas de negociação.	Pendente - Código sujeito à execução de sugestões/alterações feitas pela CVM e já acatadas pela BRIX.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

<p>V. Informação sobre as sociedades coligadas ou controladas pela entidade administradora do mercado de bolsa, ou com as quais esta entidade mantenha relação, contratual ou de outra natureza, relativa à operação dos sistemas utilizados nas negociações cursadas em seus ambientes e na liquidação dos negócios, se for o caso.</p>	<p>Finalizado.</p>
<p>VI. Tão logo esteja disponível, relação, em ordem alfabética, de todas as pessoas autorizadas a operar no mercado de bolsa, bem como de seus representantes, incluindo as seguintes informações:</p> <ul style="list-style-type: none">a. Nomeb. Data de concessão da autorização para operar ou da permissão para atuar como seu representante com acesso aos ambientes e sistemas de negociação, informando neste caso o nome da instituição à qual está ligado e a natureza do vínculo mantidoc. Endereço e telefone da sede sociald. Descrição das atividades desenvolvidas pela pessoa autorizada a operare. Categoria associativa ou de autorização concedida	<p>Pendente - A ser desenvolvido após a obtenção da autorização da CVM</p>
<p>VII. Tão logo esteja disponível, relação e descrição dos valores mobiliários admitidos à negociação, com indicação do emissor, quando couber.</p>	<p>Finalizado.</p>