



Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2013

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Ilmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Audiência Pública SDM nº 05/2013 (“Audiência”)

A **ATS BRASIL S.A.**, sociedade anônima de capital fechado, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 16.822.923/0001-69, com sede na Praia de Botafogo, 501, sala 202 – Torre Pão de Açúcar, Botafogo, CEP 22.250-040, na Cidade e Estado do Rio de Janeiro, representada na forma de seu Estatuto Social (“ATS”), vem, em referência à Audiência Pública SDM nº 05/2013, requerer a juntada dos documentos em anexo contendo suas respostas e comentários à referida Audiência.

Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2013

ATS BRASIL S.A.

Francisco Gurgel do A. Valente
Diretor



RESPOSTA À AUDIÊNCIA PÚBLICA

DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

SDM05/2013



Introdução e Alerta - “Avant-Propos”

Desde períodos anteriores à desmutualização e posterior fusão das bolsas brasileiras, dirigentes e colaboradores da ATS Brasil e da ATG vêm analisando e estudando profundamente as consequências, vantagens e desvantagens da utilização das soluções eletrônicas para a negociação de valores mobiliários, assim como seus efeitos em diversos mercados. Nesse período, inúmeros diálogos foram estabelecidos com um grande número de participantes, dentre eles *assets*, corretores, reguladores, *vendors* e bolsas, de diversos países, a fim de entender quais experiências foram bem sucedidas, os porquês desses sucessos e qual seria o melhor modelo de implantação em outros mercados, incluindo, mas não se limitando, ao brasileiro.

Por isso, sempre afirmamos que a eletronificação dos mercados não seria, como não é, um processo restrito à mudança da forma de operação visando o aumento da eficiência, mas sim, fundamentalmente, a alteração da essência e concepção dos mercados, com consequências importantes na sua estrutura e relevante impacto no papel dos participantes. Entender essa abordagem sistêmica e estrutural, em oposição à meramente operacional, é crítico para usufruir dos inúmeros benefícios promovidos pela eletronificação, bem como evitar eventuais armadilhas que possam dela derivar.

Dessa forma, a adoção fragmentária e seletiva de práticas internacionais, com o objetivo de induzir a percepção de que se acompanhavam as tendências das novas práticas mundiais, já era uma estratégia equivocada *a priori*. No caso brasileiro, pudemos observar a inversão do processo de eletronificação, com a criação de instrumentos desvinculados de conceitos. Dessa forma, a evolução do mercado brasileiro foi catalisada e justificada pelo objetivo de se permitir a desmutualização das bolsas, tornando-as empresas com fins lucrativos, de capital aberto e com acionistas. Nesse contexto, a desmutualização era sustentada por um plano de negócios que buscava o aumento do número de investidores e liquidez, em função da implantação de sistemas eletrônicos e de convergência com a tecnologia internacional, o que traria, afirmava-se, inúmeros benefícios para a indústria e, principalmente, para intermediários, investidores e para o sistema como um todo.

De fato, subverteu-se o fim pelo meio. A desmutualização e concorrência entre bolsas não é um fim em si mesmo. Nos mercados internacionais ela foi, originalmente, um dos fatores ou efeitos colaterais do advento da eletronificação dos mercados, com o objetivo de sua promoção e crescimento, e não objetivo inicial, como ocorreu no Brasil.

A opção de se pinçar conceitos, como se esses, remetendo ao alerta Deleuziano, "fossem livres", e utilizá-los como instrumentos, técnicas ou operadores, independentemente de suas inter-relações conceituais próprias no sistema a que pertencem, levaram a desbalanceamentos estruturais significativos no mercado brasileiro. A máxima Weberiana de que “a história é o conjunto dos resultados impremeditados de nossas ações” não se confirmou nesse caso. A crise dos intermediários, o caráter liliputiano de desenvolvimento do mercado local, a ausência de representatividade econômica no mercado de capitais e a asfixia de produtos eram

resultados previsíveis e, como vemos, inexoráveis de reformas parciais que nós, o mercado local, optamos por não enfrentar da forma apropriada.

A sugestão e defesa, à época, pelo mercado, de políticas conservadoras, em uma roupagem reformista e moderna, não contribuiu para solucionar as dificuldades que se apresentavam, levando mais a ações incrementais do que a reformas. Contudo, o incrementalismo desconectado do conceito e da estratégia é o pior caminho, se é que é um, da evolução progressista. Não chegaremos, como não chegamos, à luz, melhorando a vela, é fundamental repensar dinamicamente e francamente todo o sistema.

Por outro lado, quem se beneficia de um sistema, não tem por que reformá-lo.

Por isso, o mercado brasileiro tem sido bombardeado por uma série de “manipulações” semânticas, pré-silogismos e de uma dialética erística Schopenhaueriana que distorceram conceitos e benefícios advindos da evolução tecnológica e da nova infraestrutura de mercado, direcionados para a busca do “*Recht Halten*” (aferrar-se a razão, vencer o debate) em contraste com o “*Recht Haben*” (ter razão, estar com a verdade). Nosso apelo, nessas questões, e esforço, tem sido para vencer interesses morais menores, mesmo que tenhamos que nos contrapor a interesses econômicos maiores, objetivando o desenvolvimento efetivo dos mercados, buscando o diálogo e, senão o consenso, ao menos a construção de uma ponte que leve de fato a um mercado relativamente mais eficiente.

Essa reflexão se faz necessária não só para respondermos às questões colocadas pela CVM na audiência pública SDM 2013/05, que se mostram essenciais para avançar em questões estruturais do nosso mercado, mas principalmente, para ratificar a necessidade de compreensão das inter-relações conceituais das técnicas a serem adotadas. Por exemplo, as escolhas do modelo de Autorregulação não podem ser desconectadas da filosofia de melhor execução, do modelo de regulamentação da competição (o que difere de concorrência), da forma de tratamento e venda de dados ou cotações, e das regulamentações que derivam das opções escolhidas, e por nós aqui sugeridas, sempre sob a égide de buscar o crescimento real e efetivo do mercado brasileiro.

Desconsiderar as inter-relações conceituais nos leva ao risco do isolamento desprovido de sentido, como vemos, por exemplo, na Instrução CVM 505 / 11, sobre melhor execução. A referida instrução cria conceitos importantes mesmo na existência de uma única bolsa, mas cuja implantação é desconsiderada por grande parte do mercado, em função de seu isolamento conceitual.

Entender a melhor dinâmica entre esses conceitos, sob o pano de fundo da realidade do mercado brasileiro, inserido no cenário mundial, a fim de obter uma sugestão de modelo, tem sido um desafio estimulante e importante para nós. Reconhecemos tal desafio e recebemos, com grande entusiasmo e responsabilidade, o esforço e vontade do regulador de buscar o crescimento efetivo do mercado através de uma abordagem técnica e responsável, fundamentada, a nosso ver, no próprio conceito filosófico de regulação, que fornece não só a regra, mas o horizonte, o fio condutor, indicando a direção para a qual devemos tender, opondo-se ao constitutivo Kantiano.

Nessa linha temos discutido, como já mencionado, com a indústria local e internacional, tendo em vista fortalecer e aprimorar nossas opiniões, eliminando nossas muitas dúvidas com instituições de enorme experiência e visão de bem público. Nosso objetivo é contribuir com o movimento necessário e fundamental de reposicionar o mercado brasileiro ao mesmo nível de sua economia, devolvendo assim a robustez econômica para o sistema, sem criar fissuras que possam colocá-lo em um risco não aceitável ou produzir uma estrutura inferior à que, hoje, possuímos.

Dessa forma, o documento aqui produzido reflete questões técnicas e operacionais, produzidas por, ou resultantes de, discussões sobre a dinâmica do sistema e de como sua inter-relação afetaria todos os participantes. Suas regras poderiam produzir de fato um mercado melhor sem adicionar risco sistêmico, sua nova estrutura traria flexibilidade e vantagens aos intermediários e investidores, permitindo o ambiente de inovação e controle adequados.

Para isso, além de levantar percepções e discussões com toda a indústria, apoiamos toda a discussão em um grupo robusto e dinâmico formado por membros da NYSE Euronext, de regulação e desenvolvimento de mercado, da NYSE Technologies, da ATG, da ATS Brasil, dos escritórios Motta, Fernandes Rocha Advogados, e Perlman Vidigal Godoy Advogados e contratamos a maior empresa de pesquisa do mundo, TABB GROUP, uma das responsáveis pelos principais estudos de mercado realizados para empresa e reguladores no mundo, para finalmente produzir nossa visão sobre as questões levantadas por essa autarquia.

Nosso estímulo foi sempre, sob a luz da realidade do mercado brasileiro, e sob a realidade dos demais, sugerir práticas que levassem ao efetivo desenvolvimento, fugindo do conselho do Príncipe de Lampedusa Giuseppe Tomasi no Il Gattopardo que sugeria: “Se queremos que tudo permaneça como está, é preciso que tudo mude”.

Não queremos que tudo mude, mas é impossível permanecer como está.

Sumário

Introdução e Alerta - “Avant-Propos”	1
1. Fundamentos, conceitos e inter-relações necessárias à discussão do <i>Best Execution</i>	7
i. Estabelecendo e Definindo uma Política de Melhor Execução.....	7
ii. Quem estamos protegendo e quais as obrigações entre as partes em uma política de melhor execução?	10
iii. Estruturas Utilizadas Internacionalmente e o Mercado Brasileiro	18
2. Fatores e Critérios do Regime de <i>Best Execution</i> (resposta item 3.1 da Audiência)	35
i. Quais seriam os fatores a serem levados em conta em uma regra de <i>Best Execution</i> , considerando a existência de diversas bolsas concorrentes? Por que?	35
ii. Seria desejável o estabelecimento de critérios / parâmetros para a verificação do cumprimento da execução das ordens? Caso positivo, quais poderiam ser esses critério/parâmetros? Por quê? Caso negativo por que não seria apropriada a definição de critérios / parâmetros?	37
3. Diferenciação de fatores por perfil de investidor (resposta item 3.2 audiência)	44
i. Seria oportuno a CVM adotar diferentes fatores de <i>best execution</i> , tendo em vista que diferentes perfis de investidores podem ter estratégias distintas de negociação? Por exemplo, investidores de varejo, institucionais, aqueles que operam por meio de acesso direto ao mercado (DMA) ou ainda investidores de alta frequência (HFT)?	44
ii. Em caso afirmativo, indicar quais os fatores e os critérios mais apropriados para cada perfil de investidor ou tipo de ordem e razões para tal.....	47
4. Conexão e roteamento de ordens (resposta item 3.3 audiência)	48
i. A adoção de um regime de <i>Best Execution</i> em cenário de concorrência entre bolsas implicaria em mudanças relevantes nos sistemas ou procedimentos dos intermediários?	48
ii. Quais seriam os desafios para os intermediários se conectarem aos diversos ambientes e realizarem o roteamento de ordens, por exemplo, em relação a custos e estrutura tecnológica? Nas respostas, é desejável a descrição das mudanças necessárias e, se possível, estimativas de custos.....	50
iii. Seria apropriado estabelecer previsões para os administradores de mercado no sentido de estarem também sujeitos ao regime de <i>best execution</i> , nos moldes da <i>Order Protection Rule</i> ? Quais seriam os desafios e benefícios dessa opção?.....	57
iv. Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre o regime de <i>best execution</i> e mecanismos de mitigação do risco de fragmentação de liquidez que julgar relevantes. ..	62

5. Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação (resposta item 4 da audiência).....	65
i. Qual seria a melhor forma de implementar a fita no Brasil? Um único ou diversos consolidadores ? Por que?	65
ii. No caso de uma única entidade funcionar como consolidador central, como essa entidade poderia ser estabelecida? No caso dos consolidadores serem os “vendors”, quais deveriam ser os requisitos mínimos para o seu reconhecimento pela CVM.....	69
iii. Haveria alguma questão de ordem operacional que deveria ser avaliada sob a perspectiva dos usuários e sob a perspectiva dos consolidadores reconhecidos pela CVM considerando a desvinculação do serviço de fornecimento de informações consolidadas de outros serviços prestados.	71
iv. Quais os custos relevantes para os consolidadores? Favor apresentar estimativas. .	72
v. Administradores de mercado deveriam poder cobrar pelo fornecimento de dados sobre cotações e ordens executadas aos consolidadores ?.....	72
vi. Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre a fita consolidada e consolidadores que julgar relevantes.....	73
6. Supervisão, Autorregulação e Normatização (resposta item 5 da audiência).....	74
i. Quais seriam os aspectos positivos e negativos da estrutura atual de Autorregulação em existindo diversas bolsas concorrentes?.....	74
ii. Considerando a hipótese de diversas bolsas concorrentes, a estrutura atual de Autorregulação seria adequada?	82
iii. Caso a resposta seja negativa: Qual a estrutura mais adequada? Fundamente a resposta. No caso de indicar a centralização de algumas atividades hoje sob um único autorregulador, que salvaguardas precisariam ser consideradas? A estrutura proposta implicaria custos adicionais para a sua atividade? A organização da estrutura proposta implicaria em que tipos de custos de implantação e manutenção? Como eles deveriam e poderiam ser financiados?	90
iv. Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre a estrutura de autorregulação que julgar relevantes.....	97
ANEXO I – Considerações sobre a Probabilidade de Execução.....	100
ANEXO II – Benefícios da Competição.....	102

Índice de Figuras

Figura 1 - Percentual dos Administradores de Assets Europeus que Utilizam TCA (2012).....	13
Figura 2 - Frequência com a qual os Administradores de Assets dos EUA Analisam Custos de Transação (2012 x 2007)	14
Figura 3 – Razões para a Utilização de Algoritmos de Negociação.....	15
Figura 4 – Evolução do Mercado Eletrônico	21
Figura 5 – Média de Latência na NASDAQ: 2007-2011	23
Figura 6 – Intermediários vs Bolsas.....	30
Figura 7 - Adoção da Negociação Eletrônica por Classe de Ativo	32
Figura 8 - Bovespa: Concentração de Volume	33
Figura 9 - Curva de reação de mercado hipotética	51
Figura 10 – Spreads Médios por Bolsa (%)	56
Figura 11 – Best Execution x “Top-of-the-book”	60
Figura 12 – Evolução dos Formadores de Mercado e Fundos Quantitativos no Mercado Norte-Americano	63
Figura 13 – Probabilidade de Execução de Ordem Limitada	101
Figura 14 – Ticket Médio: 2011 x 2010	102
Figura 15 – Redução dos Spreads Relativos FTSE 100.....	103

1. Fundamentos, conceitos e inter-relações necessárias à discussão do *Best Execution*

Antes de abordarmos diretamente as questões e práticas propostas por essa autarquia, entendemos ser crítico colocar alguns conceitos prévios e interações existentes entre eles, que podem levar a diferentes consequências na estrutura ou modelo de mercado. Algumas dessas práticas implicam ou dependem umas das outras, e são fundamentadas em uma dinâmica de mercado e uma dinâmica entre seus participantes, que dependem de um modelo macro escolhido, todo inter-relacionado. Buscamos nesse primeiro momento acentuar essas inter-relações que, em nossa opinião, têm que ser levadas em conta quando respondendo às diversas questões colocadas por essa autarquia.

Assim, como em toda a resposta, tais questões conceituais foram debatidas profundamente entre ATS Brasil, ATG, NYSE e TABB GROUP, em face de nossas múltiplas experiências, práticas internacionais e conhecimentos técnicos, para poder expor nossas sugestões ao mercado brasileiro, que resultem em um mercado harmônico, equilibrado e desenvolvido.

i. Estabelecendo e Definindo uma Política de Melhor Execução

Um dos grandes problemas e atrativos no universo de negociação é a óbvia informação de que o universo de resultados de diversas execuções no mercado não é conhecido antes de uma execução específica. Além disso, a curva de oferta e demanda de ativos em cada *book* raramente se completa perfeitamente, oscilando em cada curto período de tempo. Ademais, questões como latência e convergência com os preços de mercado só podem ser medidas efetivamente a posteriori, sendo ainda a estratégia por trás de cada execução fundamental para que se possa avaliar se o objetivo dessa execução foi atingido da melhor forma possível.

Adicionalmente, uma política de melhor execução não pode ser pensada de forma descontextualizada do mercado onde será desenvolvida. Seguindo ainda a máxima Deleuziana de que “a verdade de um conceito existe em função das condições de sua criação”, é crítico observar a relação entre outros conceitos que definem e complementam o modelo de mercado que está sendo construído, bem como sua maturidade e nível de desenvolvimento, sob pena de "importarmos" práticas recheadas de sentido em um determinado sistema, mas que se destituíam desses, de forma isolada, levando a consequências limitadoras ou diferentes das previstas e/ou esperadas.

Nesse sentido, aplicar um padrão quantitativo para o que chamamos de “melhor” é difícil, dada a dificuldade de obter critérios claros em função das variáveis conhecidas ou disponíveis *ex-ante*, assim como provar que se foi obtido de forma apropriada.

Por esse motivo é que, do ponto de vista quantitativo, encontramos mundialmente práticas e entendimentos distintos no que se refere à melhor execução, e dessa forma, em todos os

casos, a melhor execução é muito mais uma prática (um processo, uma recomendação, uma construção qualitativa) do que regras quantitativas fundamentadas em fórmulas ou métricas determinísticas.

Lembramos que, assim como outras questões relativas a essa audiência pública, diversas práticas ou políticas foram criadas e implementadas como instrumentos táticos para se garantir a eficácia e eficiência do modelo estratégico escolhido na evolução da eletronificação de cada mercado.

Assim, uma política de melhor execução é muito mais um conjunto de melhores práticas, ou melhor, de práticas que conduzam a implementação e formação do modelo de mercado escolhido, do que uma conjunção rígida de fatores quantitativos.

Nessa linha temos a definição de Macey e O'Hara¹:

“Quando os mercados competem em diferentes maneiras no que diz respeito aos diferentes componentes da execução, não fica mais tão claro o que seria “Best Execution”, muito menos como ou quando esta é atingida. Além disso, inúmeras práticas de mercado, tais como o estabelecimento de preferências e o pagamento por fluxo de ordem, que presumivelmente surgem como respostas competitivas aos mercados estabelecidos, desafiam diretamente a prestação de um melhor padrão de execução. Iniciativas, bem-intencionadas, de impor a melhor execução como um dispositivo de defesa do consumidor acabam indo contra as tentativas de tornar os mercados menos centralizados e mais competitivos”.

Esse debate pode ser evidenciado na transcrição do discurso de abertura do seminário **“Technology and Regulation: How are They Driving Our Markets”, feito em 1º de Maio de 2007**, com participantes diversos da indústria internacional, tais como NYSE, Nasdaq, SEC, Liquidnet, ISE, National Stock Exchange, TABB Group, entre outros:

*“Apesar de gostarem de discutir baixas taxas de corretagem ou comissões, **o conceito de melhor execução é um padrão qualitativo de melhores práticas**. Melhor execução tem por definição um processo oposto ao conceito focado em preço. [...] existe uma grande pressão para que as mesas de trading implementem e atinjam a melhor execução. Por que? Porque temos execução eletrônica e assim é relativamente fácil fazermos. [...] **Você pode medir performance porque tudo passa por sistemas de roteamento de ordens e através de algoritmos**. O buy-side está tendo o controle da negociação [...] A melhor execução se define como um processo, diferentemente do preço. Se define por meio da tecnologia e trilhas de auditoria associadas, para o estabelecimento do ‘porto seguro’”.*

Sendo assim, políticas de melhor execução foram sendo desenvolvidas não somente para se adaptar ou acomodar um cenário de concorrência entre bolsas e mercados, mas também para mudar a estrutura do mesmo, de forma a estimular e promover a execução eletrônica, aumentando assim a segurança e o controle do processo de investimento.

Sabemos que o objetivo de toda a cadeia do mercado de capitais é facilitar o acesso dos investidores ao investimento, em diversos produtos, de forma segura e eficiente, contribuindo com a credibilidade do sistema financeiro como um todo. Nesse sentido, o artigo 4º da Lei nº

¹ Macey; O'Hara. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, 1997. Disponível em: < <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/ohara/Law%20and%20Economics.pdf>>.

6.385, de 7 de dezembro de 1976 ("Lei nº 6.385/76"), estabelece, como objetivos da regulação do mercado de capitais brasileiro: (i) o estímulo à formação de poupanças e sua aplicação em valores mobiliários, (ii) a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, (iii) o estímulo às aplicações permanentes em ações, a proteção dos titulares de valores mobiliários e investidores, (iv) a promoção do funcionamento regular e eficiente dos mercados de bolsa e balcão, (v) dentre outros.

Dessa forma, criar uma política de melhor execução significa programar medidas que busquem a convergência com determinado modelo estrutural escolhido pelo mercado, a fim de produzir um mercado mais maduro, eficiente, eficaz e seguro.

Assim, convergindo com a sugestão da consultoria TABB GROUP, uma política de melhor execução *"deveria ser um padrão proposto, baseado em quem se deseja proteger, na habilidade de analisar a informação e na capacidade dos reguladores de definir, medir e sancionar os participantes no que se refere à qualidade da execução"*.

Seu foco deveria ser a criação de regras claras que produzam pouca ambiguidade, de forma que todos os membros no processo de investimento sejam responsáveis pela salvaguarda dos ativos geridos ao longo do processo. Nesse sentido, embora o conceito de "melhor execução" seja por demasiado subjetivo, é importante ressaltar, como veremos adiante, que se *"temos dificuldades de definir de forma precisa o conceito de melhor execução, por outro lado desenvolver processos, metodologias e padrões ou práticas são tarefas mais simples"*².

Portanto, *"todo o mercado deve conter regras que governem e lembrem gestores, corretores, administradores e bolsas a importância da robustez do processo de investimento, colocando a frente o interesse do investidor final"*³.

Por isso, afirmamos que o processo de melhor execução não é um conceito desconectado do modelo de mercado adotado, nem do direcionamento estratégico esperado. Ele faz parte de uma "ferramenta" de promoção dos mercados, com o objetivo de torná-los mais eficientes e eficazes.

Posto isso, entendemos que uma política de melhor execução deveria objetivar a qualidade da execução de uma estratégia, sob a ótica de todo o processo de investimento e do compromisso de proteger e priorizar os interesses dos investidores, preservando toda a estrutura do mercado de capitais, e estimulando o investimento e o desenvolvimento dos mercados, de forma a garantir a sua eficiência e integridade, como iremos tratar objetivamente mais adiante (na seção 2).

² TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

³ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

ii. Quem estamos protegendo e quais as obrigações entre as partes em uma política de melhor execução?

Se o desejo do regulador é garantir a eficiência e a integridade do mercado, em prol dos interesses de crescimento do próprio mercado e dos investidores, de maneira a criar um padrão de práticas baseado na relação que deseja proteger, é fundamental entender o que se compreende por eficiência e integridade de mercado.

No caso da eficiência, ela pode ser aproximadamente medida pelos custos implícitos de negociação (excluindo emolumentos, corretagem, custos tecnológicos e de conexão) e por um processo de descoberta de preços com baixa auto-correlação e volatilidade de retornos (semelhante a um passeio aleatório).

Já a integridade é mantida através da capacidade do regulador de fiscalizar o funcionamento dos mercados, reconsolidando as informações de ofertas e negócios gerados nas diferentes bolsas.

De acordo com essa visão, o regulador deveria definir um conjunto de regras que tenham como objetivo garantir que a cadeia de responsabilidades seja entendida por todas as partes envolvidas, estabelecendo mecanismos que permitam que tais regras sejam monitoradas e garantidas.

As políticas de *Best Execution* existem por dois motivos fundamentais: (i) assegurar que toda execução seja realizada segundo as melhores condições de preço, e (ii) incentivar o desenvolvimento de melhores práticas para execuções de ordens grandes / trabalhadas. Em suma, o objetivo de uma política de *Best Execution* é assegurar que investidores de varejo ou institucionais (gestores, tesourarias, seguradoras e fundos de pensão, etc.) tenham suas ordens executadas buscando o melhor resultado possível para si e para o mercado.

Portanto, uma política de *Best Execution* bem estruturada não provoca deterioração na integridade do mercado, mas sim aumenta sua eficiência. Isso gera mais confiança no público em geral, promovendo mais investimentos e desenvolvimento para o mercado de capitais, resultando no aumento de empresas listadas e ampliação da liquidez.

Dessa forma, instituir práticas de melhor execução remete à análise, obrigatória, dos participantes do processo e do objetivo de proteção. O universo de participantes pode ser descrito por (i) Investidores (sejam eles sofisticados ou não-sofisticados), (ii) Administradores de Recursos (próprios, bancos, ou de terceiros), (iii) Intermediários e (iv) Bolsas.

É evidente que cada membro desse processo requer determinado cuidado e proteção, bem como cumprimento de certas obrigações. Entendemos que não há privilégios de um perfil institucional sobre o outro, tendo cada um sua importância na estrutura de investimento. Desconsiderar essa dinâmica, sobrecarregando um segmento em benefício de outro, pode resultar em um desequilíbrio estrutural entre as partes e colocar a estrutura ótima de mercado em risco.

Nesse sentido, a discussão e definição do modelo da estrutura de mercado (e não apenas de práticas específicas), seu processo de eletrônica, definindo claramente a atuação e estrutura à luz das inovações e evoluções tecnológicas e regulatórias mundiais, assim como o novo modelo de atuação dos participantes (o que entendemos ter sido uma discussão e definição ausentes na formulação da Instrução CVM nº 461/07 e suas derivadas), se tornam essenciais para garantir o equilíbrio do mercado brasileiro de longo prazo.

Assim, quais as proteções necessárias e os direitos de cada participante?

1) Investidores

Em geral, os investidores não entram diretamente no mandato de melhor execução; de fato eles são as partes protegidas por uma política de melhor execução. Essa proteção, conceitualmente, não é vista de forma isolada, mas estrutural. Em outras palavras, a proteção de melhor execução para investidores é muito mais um fundamento da estrutura de mercado do que uma questão operacional própria.

Dessa forma, independentemente do nível de sofisticação dos investidores, a política de melhor execução é uma garantia estrutural do mercado. De fato, como veremos adiante, alguns países ou mercados adotaram modelos diferentes de abordagem, às vezes estruturais, e às vezes pontuais, ajustando o nível de proteção ao perfil do investidor.

Contudo, toda escolha produz consequências. A abordagem mais pontual e adaptada de alguns mercados levou a um sistema de controle e auditoria mais rígido, como veremos adiante.

O fato é que todos escolheram a política de melhor execução como uma forma de proteção estrutural do mercado, seja flexibilizando mais na definição e, por contrapartida, enrijecendo na auditoria, seja padronizando mais a definição e flexibilizando mais na auditoria.

Do ponto de vista do investidor, em função da sua capacidade econômica ou do seu nível de conhecimento, uma pior execução feita, em tese, por opção dele, não deveria estar coberta por um mandato de melhor execução. Afinal, seriam os seus próprios retornos que seriam impactados por sua escolha. Nesse caso, em tese, ele poderia optar por não participar ou ser protegido por uma política de melhor execução.

Como abordaremos mais a frente na seção 3, discordamos veementemente dessa abordagem. Se o critério de melhor execução traz vantagem e segurança para investidores, é por ser antes uma garantia estrutural do mercado, uma rede de proteção que permite um aumento de eficiência e eficácia para o todo, sendo um dos alicerces de crescimento, portanto, um importante pilar a ser implementado.

Conceitualmente, muito embora defendamos práticas liberais, sabemos que o liberalismo radical leva a um Estado sem proteção de ordem alguma, e mesmo John Locke, defensor dos direitos de propriedade, estaria em desacordo com a noção de propriedade ilimitada de "nós mesmos", ou de um ente. Por isso somos tão incisivos na discussão do modelo de mercado e da necessidade de uma proteção ampla.

Essa questão se torna mais profunda ao se perceber que a dinâmica de mercado não é feita de forma isolada, no sentido de que a decisão de um investidor pode afetar o outro, e este não ser especializado. Os mercados precisam de contrapartes, a atuação de um *player* nunca é isolada.

Nesse sentido, encontramos ratificação de nossa visão na recomendação do Tabb Group: "Regras de melhor execução precisam ser construídas para prover aos participantes mais fracos de mercado uma estrutura de forte proteção"⁴.

Segundo ainda o relatório a nós apresentado pelo Tabb Group:

"mesmo investidores mais sofisticados, que tipicamente têm mais habilidade e capacidade econômica para analisar a qualidade de uma execução e cobrar por uma melhor qualidade desta, em função do caráter atual consolidado e em breve fragmentado do mercado brasileiro, (...) a imaturidade da execução eletrônica, do roteamento de ordens, da utilização de algoritmos e da mensuração do custo de transação no ambiente atual (...) pode ter dificuldades de obter serviços ótimos de execução". (a estrutura do mercado brasileiro será tratada abaixo, no item "iii")

Nesse sentido, a criação de uma rede de proteção de mercado que proteja inicialmente o próprio mercado e, por consequência, os investidores, se torna extremamente relevante.

Por fim, é fundamental observar o que se define por investidor: o indivíduo, o fundo de pensão, a seguradora ou a entidade que atue diretamente ou indiretamente (via investimentos delegados a terceiros) no mercado. Assim, o que se objetiva é a proteção do investidor final, seja ele um daqueles que atuam diretamente no processo de investimento ou através de terceiros, como um cotista de um fundo de investimento ou plano de previdência.

(II) Administradores ou Gestores.

Gestores detêm obrigações fiduciárias sobre o investimento de seus clientes, o que inclui gerir custos totais de forma adequada. Cabe ao Gestor, portanto, no processo de execução, tomar as melhores decisões possíveis visando obter os melhores resultados para seus clientes. A questão de custo total é relevante, pois trata não somente do custo de comissões pagas, mas sim do custo total de execução. O que foi percebido nos mercados americanos é que a baixa comissão não é necessariamente benéfica, pois pode representar uma má execução da ordem pelo intermediário, seja por um sistema ou por um corretor não eficiente, que distancie o preço executado do preço alvo idealizado pelo investidor (Jonhson, 2010, p. 167)⁵.

A aplicação de plataformas de Análise de Custo de Transação ("*Trading Cost Analyses*" - TCA - em Inglês) nos Gestores ajuda na mensuração de fatores como custos totais, possibilitando a comparação desses fatores com *benchmarks*, sendo a sua utilização de grande valia para reforçar a implementação do *Best Execution* em toda a cadeia da execução. É através dessa

⁴ P. 6, TABB Group. Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

⁵ Johnson, Barry. Algorithmic Trading & DMA: An introduction to direct access trading strategies. Londres. 2010.

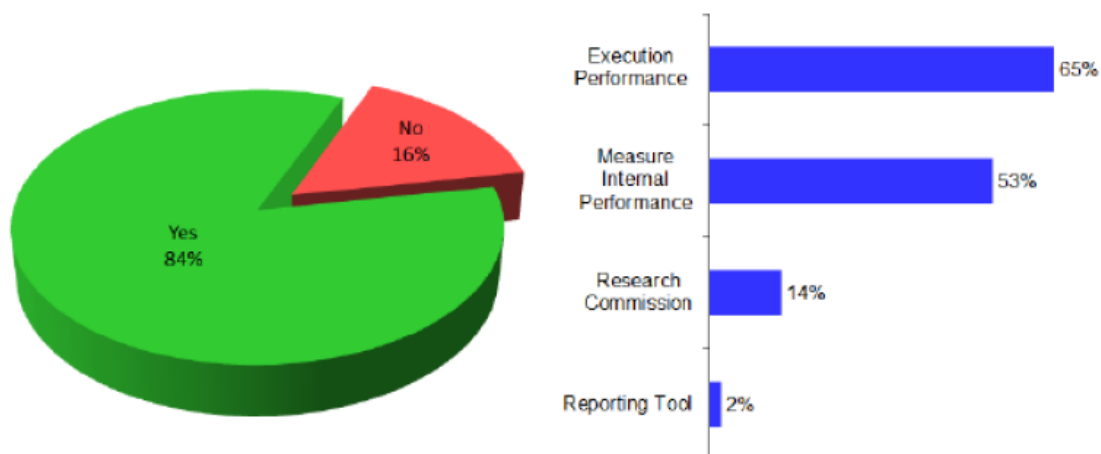
análise e comparação que é possível garantir que o cliente final, ou o Gestor, esteja obtendo os melhores resultados na negociação de suas estratégias.

Segundo a análise do relatório do Tabb Group, as práticas de TCA ajudam a reduzir o custo transacional e melhorar retornos, além de estimular uma indústria mais eficiente como um todo e aumentar a credibilidade e a eficácia das práticas de melhor execução. Contudo, "sem um mandato regulatório e outros requisitos de infraestrutura técnica (...) existe menor estímulo por parte dos fiduciários para evitar execuções ineficientes e distantes de um valor referencial"⁶.

A análise de custo de transação é amplamente utilizada nos Estados Unidos e Europa. Conforme figuras abaixo podemos ver tanto sua utilização em frequência diária nos EUA como sua utilização para controle da performance de execução na Europa.

Assim, dados os modelos de mercado de uma bolsa, assim como de múltiplas, percebe-se a relevância do TCA.

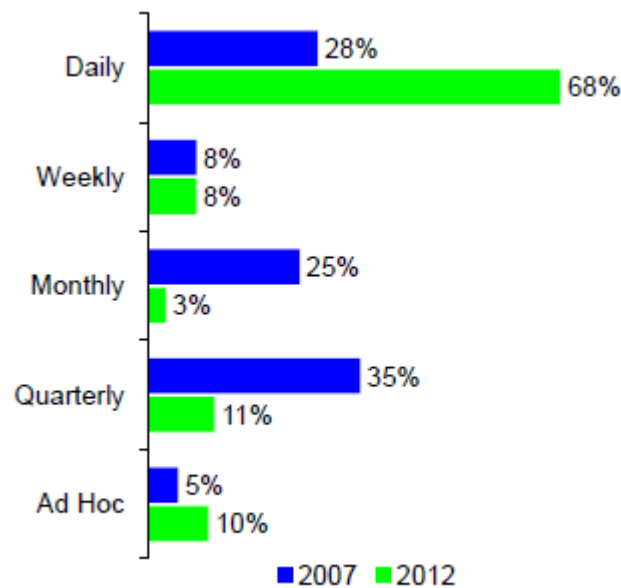
Figura 1 - Percentual dos Administradores de Assets Europeus que Utilizam TCA (2012)



Fonte: TABB Group

⁶ TABB Group. Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

Figura 2 - Frequência com a qual os Administradores de Assets dos EUA Analisam Custos de Transação (2012 x 2007)



Fonte: TABB Group

(III) Intermediários e *Vendors*

Os Intermediários são os principais agentes para execução dos clientes finais (gestores ou individuais), e, portanto, devem estar sujeitos a uma política de *Best Execution*. De fato, *strictu sensu*, a execução é uma responsabilidade única e exclusiva dos intermediários, e é por isso que a grande maioria das políticas de melhor execução recai sobre eles. Contudo, nem todos os fatores que impactam na execução, e que podem afetar a estratégia de investimento e a qualidade da métrica, estão sobre o controle do intermediário. Portanto, responsabilizá-lo unicamente remete a uma abordagem simplista e, eventualmente, equivocada do problema.

Por isso a necessidade de se avaliar a extensão da política de melhor execução de acordo com a maturidade, modelo e estágio do mercado. Moldá-la para atingir objetivos de longo prazo é fundamental, pois a atitude ativa permite buscar convergência com práticas que levaram a um resultado construtivo e efetivo, permitindo que se planeje onde, como e quando se pretende chegar, em termos de desenvolvimento e políticas de mercado, avaliando e evitando consequências indesejadas.

Assim, cada jurisdição ou mercado adotou uma determinada política de melhor execução e de controle em função da sua maturidade de mercado e práticas correntes (esse tópico será debatido mais detalhadamente no item “iii” abaixo). Deve-se entender e medir a melhor execução de acordo com o contexto de quais práticas de eletronificação já existem naquele mercado e quais devem ser adotadas, aproveitando-se da construção de uma regra de melhor execução para se criar controles, procedimentos e definir obrigações, que são complementares à própria política de melhor execução, no sentido estrito, e até incluí-las

dentro do guarda-chuva regulatório de uma nova política de melhor execução, a fim de atingir os objetivos de longo prazo desejados.

Cabe frisar que tal política, sob o prisma dos intermediários apenas, deve objetivar que os corretores executem em nome de seus clientes com cuidado, velocidade, assertividade e utilizando-se das ferramentas corretas. Demais obrigações acessórias, ou que possam impactar no compromisso de melhor execução ao longo do processo de investimento, devem ser distribuídas de acordo com as devidas responsabilidades no processo.

Dessa forma, quanto maior o nível de envolvimento da corretora com o processo de execução da ordem do cliente, maior deve ser sua obrigação ao cumprimento das políticas de *Best Execution*. Caso o cliente ou gestor delegue a execução para a corretora, a corretora estará sujeita ao maior nível de exigência regulatória. Caso o cliente tenha um maior envolvimento com o processo de execução, via plataformas de DMA, a Corretora ainda manterá um nível de responsabilidade de *Best Execution* por cuidar da tecnologia de roteamento (ex: plataforma de execução, links, roteadores, algoritmos, cotação, dentre outros).

Nesse ponto, é importante voltar a discussão para a utilização de algoritmos ou sistemas eletrônicos, e observar que o anonimato como primeira causa de utilização de algoritmos no mundo (como mostra a Figura 3 abaixo) mostra a preocupação com boas práticas de execução, evitando práticas indevidas de negociação, protegendo também a estratégia de investidores institucionais e / ou gestores de recursos na negociação de grandes lotes.

Figura 3 – Razões para a Utilização de Algoritmos de Negociação



Fonte: Aite Group.

Portanto, sugerimos que regras de *Best Execution* regulem que Corretoras, uma vez executando para, ou em nome de, seus clientes, tomem todos os passos necessários para

obter os melhores resultados possíveis para seus clientes, levando em consideração todos os fatores de execução.

Os fatores de execução serão detalhados no item “ii” da Seção 2.

Os *Vendors* que atuam no processo de execução também devem seguir políticas de *Best Execution*, e ser membros reconhecidos pelo sistema regulador. Apesar de não executarem ordens em nome de clientes, proveem a tecnologia e a inteligência de execução para que Investidores, Gestores e/ou Corretoras executem suas estratégias, além de oferecer serviços de roteamento.

Os *Vendors* devem seguir fatores de execução semelhantes aos dos intermediários, no que diz respeito ao processo de execução das ordens. Esse item será abordado com detalhes posteriormente.

(IV) Bolsas, Plataformas de Negociação, Centros de Liquidez e Entidades Administradoras.

As bolsas, por lidar apenas no nível de execução, e não com as ordens e estratégias como um todo, têm o conceito de *Best Execution* analisado sobre um diferente prisma. Muito embora uma bolsa não possa responder por fatores de *Best Execution*, *per se*, de forma semelhante aos intermediários e *Vendors*, ela mesma também tem papel fundamental na manutenção da integridade de mercado, sendo atuante na autorregulação, desenvolvimento, novos produtos e regras de negociação, sendo dessa forma não só um agente essencial no processo de investimento, mas também um beneficiário direto de qualquer incremento de volume ou de investidores no mercado. Sendo assim, e em função do modelo de mercado que se deseja obter, no cenário de duas ou mais bolsas, pode-se adotar regras de Cotações Protegidas (“*Order Protection Rule*”) de forma a preservar a estrutura e integridade do mercado.

Tais regras ditam como diferentes bolsas devem interagir umas com as outras, de modo que uma execução seja realizada sempre na bolsa com o melhor preço, mesmo que para isso uma bolsa tenha que enviar a ordem para outra, que detenha a melhor oferta contrária.

Existem diversos tipos de proteção possíveis, sendo basicamente quatro os níveis dos modelos de Cotações Protegidas mais utilizados em um ambiente com mais de uma bolsa. São eles:

- **Nenhuma proteção:** O menor nível de proteção, não existindo a obrigação de uma bolsa rotear a ordem para outro mercado, caso lá esteja a melhor oferta. Neste cenário, o processo decisório de qual mercado a ordem será executada fica todo na política de *Best Execution* dos intermediários e *vendors*.
- **Proteção “*Top of the Book*”:** O próximo nível de proteção é o do topo do *book* (primeiro nível de liquidez do *book* de ofertas). Modelo adotado pelo mercado americano, o *Top of the Book Protection* força que uma bolsa roteie a ordem (ou parte dela) para o mercado que tiver o melhor preço, considerando apenas o topo do *book*, e respeitando a quantidade aparente para esta oferta. Uma vez que a bolsa tenha roteado para um outro mercado, ela pode executar o saldo restante da ordem no seu

próprio *book*, ignorando os demais mercados – mesmo se lá estiverem os melhores preços.

- **Proteção “Best Price”:** Nesse tipo de proteção, a bolsa deve checar a possibilidade de melhoria de preço em todos os mercados para só então poder executar em seu próprio livro. Diferente da *Top of the Book*, a bolsa não considera apenas a melhor ordem nas outras bolsas. Uma vez identificado que o melhor preço não está em seu livro, a bolsa é obrigada a rotear a quantidade inteira da ordem usando o melhor entre o preço limite especificado na ordem e o seu melhor preço mais (ou menos) um *tick* (dependendo do lado da ordem). Dessa forma, a bolsa garante que toda a liquidez que melhore o preço da ordem seja acessada antes de começar a executar em seu livro.
- **Proteção “Depth of the Book”:** O mais rígido tipo de proteção é o do *book* completo. Com a proteção *Depth of the Book*, a bolsa que recebe a ordem não pode executar nenhuma parcela da ordem no seu *book*, caso ela não tenha o melhor preço em nenhum momento do processo de execução. Desta forma, a ordem deve ser roteada para todo e qualquer mercado que tiver apresentando o melhor preço de execução, independentemente do nível de liquidez no *book* de ofertas. Este tipo de proteção se equivale ao conceito de Ordem *Book* Central, onde cada ordem, independente da bolsa que foi enviada, forma um *book* central regrado pelas prioridades de preço e tempo de chegada.

A escolha entre cada nível de Cotação Protegida acima tem consequências estruturais e operacionais (algumas delas serão debatidas na seção 4, item “iii”) e cada tal nível deve ser adotado em função da estrutura de mercado que se tem e que se almeja obter.

De forma geral, segundo o TABB Group, em um mercado com diversas bolsas, uma política de Cotação Protegida inspira confiança no mercado, pois garante ao investidor que ele sempre terá acesso ao melhor preço, incentivando também formadores de mercado a apresentarem preços altamente competitivos, pois a liquidez será sempre direcionada a eles, melhorando a infraestrutura do mercado. Esse é um fato importante, pois se argumenta que a ausência de proteção estimula a presença de *High Frequency Traders* (“HFTs”), tendo em vista que eles entrariam nas duas bolsas arbitrando para garantir a convergência de preços. De fato, dados os custos de acesso e a proximidade da estrutura tecnológica, é de se esperar que não haja, em um modelo sem proteção, divergência significativa de preços, pois arbitradores iriam forçar essa convergência.

Contudo, a ausência de proteção desestimularia os formadores de mercado, que não teriam estímulos a buscar preços agressivos em um mercado, tendo em vista que não haveria segurança de que a liquidez seria direcionada para a bolsa com o melhor preço. Assim, o benefício do HFT em um mercado sem proteção é mais do que compensado pelo incentivo do formador de mercado em um mercado com proteção, pois, além da liquidez, existe o foco na melhora dos preços de mercado, na redução de custos para intermediários e na criação de eventuais barreiras de entrada no setor bursátil, que evitem o fenômeno da fragmentação do mercado (conforme será detalhado no item na seção 4, “iv”).

Adicionalmente, a estrutura de proteção de ordens permite que corretores ou intermediários tenham um menor custo de tecnologia para o cumprimento da melhor execução, estimulando também a competição ou a entrada de intermediários, o que acontece também no nível das bolsas. Assim, a política de proteção de ordens permite que um novo entrante no mercado bursátil vá receber fluxo, desde que seja eficiente na formação ou na descoberta de preço, o que ajuda a aumentar a liquidez e reduzir os spreads dos ativos.

Por essas razões, como indica ainda o relatório do TABB Group, estabelecer uma política de proteção de ordem é crítico para incentivar a competição, aumentar a liquidez e promover um mercado mais eficiente.

iii. Estruturas Utilizadas Internacionalmente e o Mercado Brasileiro

Se, por um lado, é unânime que a eletronificação dos mercados e a competição foram benéficas para o desenvolvimento dos mercados financeiros, conforme pode ser visto no Anexo II, por outro lado, entender exatamente as consequências da introdução de cada conceito dentro de determinado mercado, avaliando impactos positivos e negativos, não é uma tarefa fácil.

Primeiro, como vimos, os conceitos não possuem definição única. Segundo, o nível de maturidade, cultura e desenvolvimento de cada mercado foram relevantes para se entender como cada conceito foi aplicado e introduzido. Terceiro, a dinâmica entre os participantes, o objetivo de crescimento e desenvolvimento e as metas do regulador são fundamentais para se avaliar a melhor forma de implantação.

Nesse sentido, muito se especula sobre a aplicação de certos conceitos existentes nos mercados internacionais e suas consequências para o mercado brasileiro. Contudo, não se avaliam de forma ampla a estrutura de mercado, nem sua maturidade, no momento da introdução de certas práticas nesses mercados, tampouco sua equivalência, se há alguma, em relação ao mercado local. Não iremos aprofundar de forma exaustiva a questão por fugir do escopo da resposta, mas acreditamos ser relevante colocar certos pontos para entender os motivos da aplicação de certos conceitos em mercados internacionais.

Já mencionamos o alerta Deleuziano que diz que: “a verdade de um conceito existe em função das condições de sua criação”. Dessa forma, entender o contexto se faz fundamental.

Evitar equiparações superficiais entre os mercado brasileiro e internacional se faz fundamental para evitar analogias sem a necessária contextualização (como Brasil versus Austrália). Nesse processo, já ouvimos colocações de que a legislação americana é ultrapassada e que a *Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*, da União Europeia, é mais moderna e, por isso, seria um exemplo melhor. Também já ouvimos que a legislação australiana seria a mais próxima da brasileira. Conjecturas dessa natureza remetem a uma análise incompleta.

Esses preconceitos em tempos de crise, em sentido literal, de pré-julgamentos, são: "respostas que foram pensadas independentemente das condições particulares onde foram

encontradas, isto é, elaboradas em um outro contexto, ou mesmo, sem nenhum contexto", e se "uma resposta antiga pode ser adequada a uma crise nova, um pré-julgamento é, por outro lado, uma resposta formulada de forma absoluta, sem relação com a realidade, sobre uma base de axiomas ideológicos, de superstições, medos, e de normas que foram intuitivamente estabelecidas em lei"⁷.

Por isso, acreditamos que entender o contexto, as aplicações dos conceitos, e suas consequências, é de extrema relevância para buscar um modelo que seja efetivo, considerando o mercado brasileiro atual e nossos objetivos de longo prazo.

Segue abaixo nossa visão sobre alguns dos mercados estrangeiros, no que toca à política de melhor execução.

Mercado Americano:

- Conforme podemos ver no relatório apresentado pelo Tabb Group, no mercado americano, as políticas de melhor execução normalmente obrigam os corretores a uma estrutura que seja orientada pelo roteamento e preços de execuções, e não de ordens. O preço e o tempo de execução são enfatizados na gestão de melhores *benchmarks* de execução⁸. Conforme assinala a *National Association of Securities Dealers* (NASD) norte-americana:

"Em qualquer transação para, ou com, um cliente, os intermediários e pessoas associadas a um intermediário deverão utilizar de diligência razoável para que o melhor mercado para determinado valor mobiliário, e sua execução, seja escolhido, assegurando que o melhor preço obtido na negociação seja o mais favorável possível para o cliente, dadas as condições predominantes do mercado. Os fatores considerados na NASD Rule 2320 (a) para serem usados na aplicação da "diligência razoável" nesta área são:

- 1. O caráter do mercado para a segurança em relação a, por exemplo, preço, volatilidade, liquidez relativa e pressão sobre as tecnologias disponíveis;*
- 2. O tamanho e o tipo de operação;*
- 3. O número de mercados primários verificados, e*
- 4. A localização e acessibilidade do cliente dos corretores nos mercados primários e fontes de cotação"⁹.*

⁷ Hannah Arendt - Totalitarisme et banalité du mal - Coordoné par Annabel Herzog - Arendt et la banalité de la crise.

"C'est une réponse qui a été pensée indépendamment des conditions particulières dans lesquelles on se trouve, c'est-à-dire qui a été élaborée dans d'autres contexte, ou même, dans aucun contexte. Une réponse ancienne, dit Arendt, peut parfois être adéquate à une crise nouvelle. Un préjugé, en revanche, est une réponse formulée dans l'absolu (...) sans rapport avec la réalité, sur la base d'axiomes idéologique, de superstitions, de peurs, de normes intuitivement établies en lois etc."

⁸ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

⁹ NASD Notice to Members 01-22; *Best Execution* Obligations And Provides Guidance To Members Concerning Compliance: http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/2000/2001_0101_NASDNTM-04.pdf. Tradução livre.

Como podemos ver acima, a política de melhor execução, se por um lado prioriza a questão de roteamento e preço das execuções e não das ordens, por outro, na *Rule 2320*, cria regras, as quais foram consolidadas na forma das *Rules 5310 e 6348*, como aponta relatório apresentado pelo escritório Motta, Fernandes Rocha¹⁰, que estabelecem a "obrigação legal de que os intermediários deverão utilizar uma diligência razoável para que o melhor mercado para determinado valor mobiliário, e sua execução, seja escolhido, assegurando que o melhor preço obtido na negociação seja o mais favorável possível para o cliente, dadas as condições predominantes do mercado". Nesse sentido, a diligência é bem objetiva, pois remete aos pontos acima enumerados pelo Tabb Group.

Adicionalmente, ainda de acordo com o escritório Motta, Fernandes Rocha¹¹: "Na perspectiva norte-americana, as regras de *Best Execution* estão positivadas na *Rule 602 (b)* e *Rule 611* do *National Market System ("NMS")* e na *Rule 5310* da *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*¹², cujo objetivo principal é proteger a maximização de resultado financeiro dos investidores nas transações com valores mobiliários. A *Rule 602 (b)* obriga os intermediários a executar a compra e venda no melhor preço¹³, enquanto que a *Rule 611*, conhecida como *Order Protection Rule ("OPR")*, obriga os *Trading Centers*¹⁴ a estabelecer, manter e implementar regras expressas para evitar que um valor mobiliário seja negociado a uma cotação inferior a outra disponível no momento da execução da ordem¹⁵".

Assim, se por um lado a legislação americana focou nas questões de melhor preço e roteamento das execuções e não das ordens, por outro lado, estabeleceu claramente uma política efetiva de diligência. Portanto, optou não somente por uma abordagem específica (preço), mas também de princípios. Contudo, como podemos ver na Tabela 1, as tecnologias e sistemas, no mercado americano, evoluíram antes mesmo das alterações da legislação, sendo essas alterações uma consequência da natural eletronificação dos mercados, assim como do surgimento de vários ambientes de negociação.

¹⁰ Motta, Fernandes Rocha Advogados. Memorando sobre *Best Execution*. Rio de Janeiro, Julho de 2013.

¹¹ Motta, Fernandes Rocha Advogados. Memorando sobre *Best Execution*. Rio de Janeiro, Julho de 2013.

¹² Disponível no manual online da FINRA no domínio: www.finra.org/finramanual

¹³ "Brokers, dealers, other market participants, and members of the public rely on the quotation information required by Rule 602 to determine the best price and market for execution of investor orders." (Rule 602 of Regulation NMS: Dissemination of Quotations in NMS securities).

¹⁴ A definição de Trading Center conforme artigo 242.600 (78) da Regulation NMS é: "(...) a national securities exchange or national securities association that operates an SRO trading facility, an alternative trading system, an exchange market maker, an OTC market maker, or any other broker or dealer that executes orders internally by trading as principal or crossing orders as agent."

¹⁵ "In addition, Rule 611(b) sets forth a series of exceptions that are designed to provide efficient and workable intermarket price priority. The exception that is likely to be used most frequently is for intermarket sweep orders ("ISOs"). The ISO exception enables a destination trading center to execute an ISO immediately at its limit price or better, while also requiring that additional ISOs, as necessary, be routed to execute against the full displayed size of any better-priced protected quotations. The ISO exception thereby both furthers the price priority objectives of Rule 611 and facilitates "best-price" routing practices – the automated routing of orders to one or more trading centers displaying the best-priced quotations available for an NMS stock at any particular time." (Responses to Frequently Asked Questions Concerning Rule 611 and Rule 610 of Regulation NMS)

Figura 4 – Evolução do Mercado Eletrônico

Ano	Evento
1969	Introdução da "Rede Institucional" da Instinet, permitindo 'block trading' eletrônico
1971	Introdução do boletim eletrônico pela NASDAQ, permitindo a negociação de ações via balcão organizado
1972	Estabelecimento pela Cantor do primeiro mercado eletrônico para ativos do Governo dos EUA
1976	Sistema "Designated Order Turnaround" (DOT) da NYSE passa a rotear ordens pequenas
1978	Estabelecimento do "U.S. Intermarket Trading System" (ITS), provendo ligação eletrônica entre a NYSE e as demais bolsas dos EUA
1980	Instinet introduz o PSE Scorex, permitindo DMA para as bolsas dos EUA
1981	Reuters introduz monitores eletrônicos para a negociação de câmbio
1982	Bolsa de Tóquio intruduz o "Computer-Assisted Order Routing & Execution System" (CORES)
1986	Bolsa de Londres transfere o "The Big Bang" para a negociação via tela
	Bolsa de Paris introduz sistema eletrônico de negociação
1987	ITG POSIT oferece execução programada para ações
1988	Plataforma MTS cria mercado secundário eletrônico para títulos do governo italiano
1992	CME lança a primeira versão da plataforma eletrônica para negociação de futuros GLOBEX
1993	EBS (Electronic Brokers System) entra na competição no mercado de câmbio
1997	Alterações regulatórias promovidas pela SEC resultam na criação das ECNs Arca, Brut, Island e Bloomberg Tradebook
1998	Eurex oferece a primeira plataforma de negociação completamente eletrônica para futuros
1999	EuroMTS é lançada para a negociação de títulos europeus.
2000	ICAP lança a plataforma BrokerTEC para a negociação de títulos
2001	Criação do ATS Liquidnet, permitindo o "dark pool" no cruzamento de ordens para ações
2006	NYSE começa a transferir a negociação de ações para sua plataforma Hybrid
2007	Alterações regulatórias nos EUA (NMS) e Europa (MiFID)

Fonte: Johnson, 2010, p. 10. Tradução livre.

Nesse sentido, no mercado americano, quando do surgimento da discussão de melhor execução, a adesão às transações usando sistemas de tecnologia (DMA, ECNs, dentre outros) já era prática usual (esse fato se faz relevante para entender o atual momento do mercado brasileiro, que será abordado posteriormente). Dessa forma, a origem do desenvolvimento do mercado de capitais americano ocorreu apoiada na evolução da tecnologia e abrangeu conceitos desde menores custos absolutos de corretagem, a menores custos totais, e mesmo a um padrão qualitativo de melhor execução.

Percebe-se, então, que a concorrência e a fragmentação de volume entre *venues*¹⁶ não tirou do mercado eficiência; muito pelo contrário, permitiu, através de tecnologias mais eficientes, que se obtivessem custos competitivos e grande liquidez. Os benefícios da introdução da competição podem ser vistos detalhadamente no Anexo II.

De fato, como consta do seminário **“Technology and Regulation: How are They Driving Our Markets”**, mencionado acima, podemos ver que: **os vendedores de liquidez se tornaram fragmentados, mas não o mercado, pois de posse de tecnologia, e em conformidade com as regras regulatórias correntes, as empresas fizeram com que a interconexão obrigatória entre**

¹⁶ Entende-se por “venues” as Bolsas ou Sistemas Alternativos de Negociação.

players gerasse uma consolidação virtual da liquidez¹⁷, evitando assim que o investidor final sofresse com qualquer efeito da fragmentação, e retirando a importância da quantidade negociada da análise do envio de ordem (discutimos a questão da interconexão no mercado brasileiro no item “Mercado Brasileiro” abaixo).

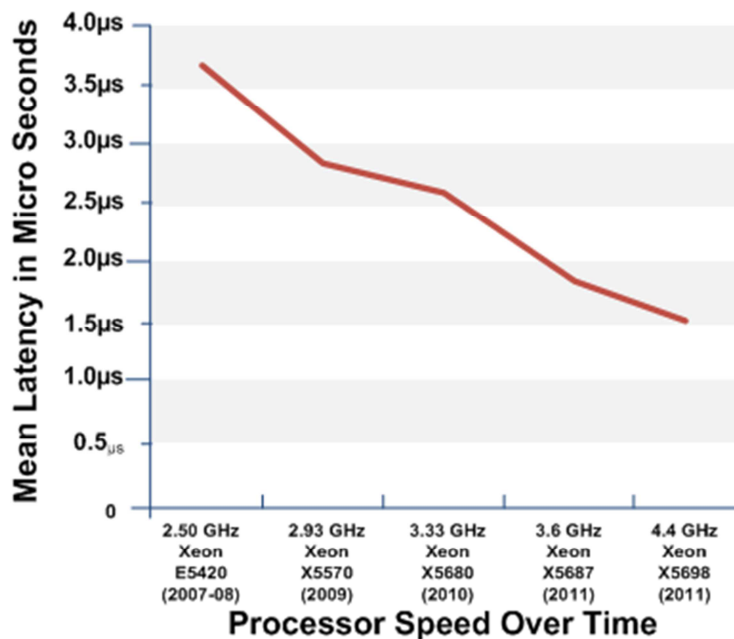
Por outro lado, a própria forma de evolução do mercado americano levou à priorização, por toda a indústria, de critérios como liquidez e a redução do volume das ordens. A introdução de diversos sistemas de bolsa e *books*, inicialmente não interligados, levou a dois efeitos imediatos no sistema de negociação americano, que ocorreram antes da *Reg NMS* e da posterior criação de liquidez virtual¹⁸:

- i. **Redução da importância do tempo no modelo preço-tempo de prioridade na fila:** Inicialmente, o mercado americano não se moveu para a interligação dos *books* de acordo com o modelo “*depth-of-the-book*” de proteção às ordens. Assim, a introdução de um segundo *book* criou duas, ou mais, filas de prioridade preço-tempo. Se uma ordem vai a um mercado onde não está no topo do *book*, o investidor / intermediário pode cancelar facilmente esta ordem, recolocando-a num segundo mercado, e assim passando-a a frente de uma ordem que esteja esperando no primeiro mercado. Esse assunto (bem como a nossa sugestão de adoção do modelo “*depth-of-the-book*” no Brasil) será melhor explorado mais adiante na resposta a pergunta 3.3.iii da consulta pública; contudo, ressaltamos o efeito na redução da importância do modelo preço-prioridade por chegada em mercados não interligados, ou com políticas pouco rígidas de cotações protegidas
- ii. **Aumento da importância da velocidade:** com duas filas, os mercados e intermediários devem ser mais velozes, havendo o incentivo para a atuação de arbitragem nos diferentes mercados, de forma a tentar alinhá-los. Na competição por esta arbitragem, o intermediário mais veloz terá vantagem, o que traz pressões sobre toda a infraestrutura de mercado para ser também mais veloz, incluindo os mercados menos velozes, provedores de *market data* e sistemas de negociação. Com uma única fila, a oportunidade de arbitragem é limitada, limitando essas pressões. Tamanho é menos importante que velocidade. A adição de um segundo mercado torna a velocidade cada vez mais importante, principalmente se não há interligação entre as bolsas. Por outro lado, a interligação entre bolsas cria incentivos para formadores de mercado.

¹⁷ Schwartz, Robert. *Technology and Regulation: How Are They Driving Our Markets?* Nova Iorque: Springer, 2009.

¹⁸ TABB Group. *Regulation NSM Part I: Loved or Loathed and Why Many Want It to Die*. Maio de 2013.

Figura 5 – Média de Latência na NASDAQ: 2007-2011



Fonte: TABB Group.

Assim, quando da discussão sobre critérios de *best execution*, já em 2007, fatores como velocidade e quantidade já tinham evoluído tanto no mercado americano que se tornaram critérios-chave para a sobrevivência das companhias. Por isso, entendemos que a *Rule 611* priorizou a questão de preço entre plataformas ou bolsas, e reduziu a importância de outros fatores, ao mesmo tempo em que exigiu, objetivamente, critérios para uma diligência razoável no que tange ao envio de ordens e a escolha do mercado, pois tinha como base o estado de maturação do mercado americano naquele momento.

Mercado Europeu:

O relatório apresentado pelo Tabb Group¹⁹ demonstra que a visão da MiFID sobre a política de melhor execução requer que os intermediários tomem todas as medidas razoáveis para obter o melhor resultado para o cliente:

“A obrigação prevista exige que as empresas tomem todas as medidas razoáveis para obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível para os seus clientes, levando em conta os fatores de execução.

Os fatores de execução são:

- a) o preço do instrumento financeiro;
- b) os custos relativos à execução (incluindo custos de liquidação);
- c) a velocidade de execução;
- d) a probabilidade de que uma ordem será executada;

¹⁹ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

- e) a probabilidade de que a transação irá ocorrer;
- f) o tamanho da ordem;
- g) a natureza da ordem, e
- h) qualquer outra consideração relevante.

Para determinar a importância relativa dos fatores de execução, o intermediário deve levar em consideração (Artigo 44(1) da Diretiva L2):

- as características do cliente, incluindo se este é varejo ou profissional;
- as características da ordem do cliente;
- as características do instrumento financeiro que é objeto dessa ordem, e
- as características dos locais de execução para os quais a ordem pode ser dirigida".²⁰

No mercado europeu, predomina o entendimento de que é uma boa política de mercado estabelecer critérios / parâmetros para que se possa verificar se a execução da ordem foi feita no melhor interesse do cliente²¹. Um mínimo de previsões legais e de diretrizes são aconselháveis para deliberar se a conduta dos participantes do mercado obedeceu às regras de melhor execução, sob pena de perda da eficácia e de insegurança jurídica.

Segundo a MIFID, os critérios a serem adotados para a verificação da melhor execução são (i) a classificação do perfil dos clientes e (ii) a análise das características da ordem dada. No primeiro critério, com o intuito de se medir se determinadas soluções financeiras estão compatíveis com as características do cliente, enquanto investidor, a distinção mostra-se imprescindível quanto, por exemplo, aos clientes não-qualificados ("Retail Clients"). A apuração da melhor execução para esses clientes é baseada no "total consideration"²², que é a

²⁰ The Committee of European Securities Regulators: Best Execution Supervisory Briefing "Ref. CESR/08-735" http://www.esma.europa.eu/system/files/08_735.pdf. Tradução livre.

²¹ "Responsibility for assessing the relative importance of the best execution factors lies with the investment firm. A firm should take into account the following criteria when determining the relative importance of the best execution factors: (i) the characteristics of the client, including the categorisation of the client as retail or professional; (ii) the characteristics of the client order; (iii) the characteristics of the financial instrument that is the subject of the order; and (iv) the characteristics of the execution venues or entities to which that order can be directed." (Best Execution under MiFID, Q&A, The Committee Of European Securities Regulators, p. 8)

²² "For retail clients, the best possible result is determined in terms of the total consideration [...]. Total consideration is the price of the financial instrument and the costs related to execution, including all expenses incurred by the client which are directly related to the execution of the order such as execution venue fees, clearing and settlement fees, and any other fees paid to third parties involved in the execution of the order. For example, an investment firm that provides a service to retail clients with respect to shares admitted to trading on a regulated market will focus on the net cost (or net proceeds in the case of a sale) of executing the order on the venues available, and will direct the order to the execution venue or entity providing the best possible result in terms of total consideration. The firm may consider speed, likelihood of execution and settlement, the size and nature of the order, market impact and any other implicit transaction costs and give them precedence over the immediate price and cost factors if they are instrumental in delivering the best possible result in terms of the total consideration to the retail client. Such implicit costs may be relevant for retail clients with respect to a large order in a relatively illiquid share, for example. CESR considers that the concept of total consideration is relevant for the assessment of best execution for professional client orders too, because in practice a firm is unlikely to be acting reasonably if it gives a low relative importance to the net cost of a purchase or the net proceeds of a sale. There may be circumstances, however, where other factors will be more important

consideração do preço do ativo juntamente com os custos do cumprimento da ordem. Assim, tendo em vista que os intermediários são responsáveis pelo direcionamento das estratégias dos investidores, eles acabam por revestir a sua personalidade.

Em segundo plano, estão as ordens enviadas pelo investidor, estruturadas pelas características por ele direcionadas, conforme o fator de maior relevância para o próprio cliente. Neste contexto, o intermediário deverá observar todas as instruções dadas pelo cliente para a execução da ordem e informar ao cliente as possibilidades de execução e como elas podem influenciar na sua escolha²³.

Como já comentado pelo TABB Group, a política de melhor execução que recai sobre os intermediários e participantes do processo é fundamentalmente baseada em princípios. Contudo, sinaliza alguns critérios relevantes a serem observados, sem necessariamente defini-los de forma quantitativa ou determinística, como, por exemplo, quando aborda probabilidade de execução ou mesmo custos totais. Adicionalmente, submete ainda a obrigação por parte do intermediário de que, levando em conta o perfil do cliente, ele tome todos os passos razoáveis para que a execução dessa ordem obtenha a melhor execução.

A estrutura de mercado, ou melhor, dos mercados, soa relevante nesse caso, tendo em vista a ampla gama de “venues” conectadas em diversos países. A Europa ainda luta entre ter uma moeda em comum e uma moeda única. A estrutura do mercado de capitais, financeira e mesmo econômica refletem uma multiplicidade de visões que requer constante convergência entre países membros, uma realidade distante das características do mercado brasileiro.

Mercado Australiano:

Em 31 de março de 2010, o governo australiano anunciou o seu apoio à concorrência entre entidades administradoras de mercados de valores mobiliários na Austrália, até então inexistente, onde a Australian Securities Exchange – ASX atuava praticamente sem concorrentes diretos e tinha poderes de autorregulação. Em agosto daquele ano, a *Australian Securities & Investments Commission* (“ASIC”) passou a centralizar os poderes regulatórios da ASX e dos demais operadores domésticos.

Em novembro de 2010, a ASIC elaborou um relatório contendo propostas para a estrutura do mercado de ações australiano (“Relatório ASIC”). Segundo o Relatório ASIC, a fragmentação de liquidez potencialmente gerada pela ausência de interconexão obrigatória entre as entidades administradoras de mercados organizados poderia causar tratamento diferenciado aos investidores, uma vez que nem todos teriam a capacidade financeira necessária para a escolha, a cada operação, do ambiente de negociação em que determinado ativo esteja cotado ao melhor preço.

for professional clients and MiFID clearly allows firms flexibility in this regard.” (Best Execution under MiFID, Q&A, The Committee Of European Securities Regulators, p. 8)

²³ *“The execution policy should also include an account of the relative importance, or the process for determining the relative importance, the firm places on the best execution factors when executing client orders or decisions to deal, as well as information on how those factors affect the firm’s choice of execution venues for inclusion in the execution policy”* (Best Execution under MiFID, Q&A, The Committee Of European Securities Regulators, p. 6)

Resumidamente, a regulação Australiana, embora seja baseada na política europeia, foi implementada de forma diferenciada para investidores de varejo e institucionais, conforme demonstra o TABB Group²⁴:

"Orientações Gerais:

O participante de mercado deve estabelecer, documentar e implementar políticas e procedimentos adequados para garantir sua conformidade com a melhor execução e com as suas políticas e procedimentos. As políticas e procedimentos devem refletir a estratégia do participante do mercado para a obtenção do melhor resultado para o tratamento e execução das ordens dos clientes.

A política e os procedimentos devem estabelecer:

- *Os 'books' de ordens ou outro sistema de negociação para onde as ordens dos clientes passam ser transmitidas;*
- *Como as ordens dos clientes serão tratadas e executadas, incluindo as circunstâncias em que as ordens serão transmitidas para cada 'book' ou outro sistema de negociação. Também deve incluir as circunstâncias em que a transmissão será automatizada ou manual, e*
- *Arranjos para monitorar as políticas, procedimentos e sua implementação.*

Os participantes do mercado devem divulgar aos seus clientes a obrigação de melhor execução e fornecer detalhes de suas melhores políticas e procedimentos de execução.

Implementação para varejo e institucional:

- *Para um cliente de varejo:*
 - *A melhor execução significa o melhor valor total, levando em consideração as instruções do cliente.*
 - *No cenário atual, onde há pouca ou nenhuma diferença nos custos pagos pelos clientes nos diferentes ambientes de execução, a melhor execução pode ser interpretada como o melhor preço. No futuro, se os custos para os clientes para negociação, compensação e liquidação variarem de acordo com os locais, então esses custos também devem ser levados em consideração.*
- *Para um cliente Institucional:*
 - *A melhor execução pode incluir outros fatores, como a velocidade, a probabilidade de execução e quaisquer outras considerações relevantes (ou qualquer combinação desses resultados).*
 - *Um cliente Institucional pode dar instruções sobre a melhor proteção de sua execução ao fornecer instruções para 12 meses. Intermediários não podem encorajar ou induzir um cliente a essa instrução. O cliente pode também escolher sua modalidade de acesso ao mercado (acesso direto ou via infraestrutura do intermediário)".*

²⁴ TABB Group. How beneficial has competition been for the Australian equity marketplace? Maio de 2013.

Assim, em relação ao mercado australiano, do ponto de vista jurídico, segundo parecer enviado pelo escritório Motta Fernandes, o objetivo da Australian Securities and Investments Commission (“ASIC”) é que os intermediários possam demonstrar que as políticas e procedimentos de *Best Execution* possibilitam que eles consigam consistentemente entregar o melhor resultado possível para os clientes, e que as ordens dos clientes foram manejadas e executadas em concordância com as políticas e procedimentos ou com as instruções do cliente – *Regulatory Guide 223.135*²⁵.

A forma como o intermediário demonstra que suas políticas e procedimentos estão razoavelmente projetados para aderir às obrigações do *Best Execution*, e que obedece às políticas e procedimentos, ou às instruções do cliente, depende, em grande parte, da natureza do cliente e da complexidade das ordens do cliente que são manejadas e executadas – *Regulatory Guide 223.136*²⁶.

De todo modo, a *Rule 3.2.1(2)(c)*²⁷ é também relevante porque obriga os intermediários a terem mecanismos para monitorar suas políticas, procedimentos e implementação das obrigações segundo o *Best Execution*. Para o cumprimento desta norma, é esperado que os participantes do mercado monitorem regularmente - *Regulatory Guide 223.137*²⁸ - se cumpriram os mecanismos do *Best Execution* e a efetividade dos mecanismos em conformidade com as obrigações do *Best Execution* (como por exemplo, se estão obtendo o melhor resultado para os clientes).

Como podemos encontrar na Regra 3.2.3 (1)²⁹, o intermediário terá de rever suas políticas, procedimentos e implementação do *Best Execution* - *Regulatory Guide 223.142*³⁰ - toda vez que houver mudanças materiais nas circunstâncias que afetam onde os participantes do

²⁵ “We do not intend to approve market participants’ best execution policies and procedures, nor do we intend to test that every individual transaction achieves the best outcome. However, we do expect a market participant to be able to demonstrate that its best execution policies and procedures enable it to consistently deliver the best outcome for clients and that client orders have been handled and executed in accordance with its policies and procedures or with client instructions (as required by Part 3.4)” (*Regulatory Guide 223.135*)

²⁶ “How a market participant demonstrates that its policies and procedures are reasonably designed to comply with its best execution obligation and that it has complied with its policies and procedures and client instructions is in large part dependent on the nature of its clients and the complexity of the client orders it handles and executes.” (*Regulatory Guide 223.136*)

²⁷ “A Participant’s policies and procedures under subrule (1) must, without limitation, set out a description of: [...] (c) Arrangements to monitor the policies, procedures and implementation required by subrule (1) to ensure they continue to be adequate to ensure compliance with subrule 3.1.1(1)” (ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) 2011).

²⁸ “In any event, Rule 3.2.1(2)(c) requires a market participant to have arrangements to monitor its policies, procedures and implementation of the best execution obligation. To comply with this rule, we expect a market participant to monitor on a regular basis:

(a) whether it has complied with its best execution arrangements; and (b) the effectiveness of the arrangements in meeting its best execution obligation (i.e. whether it is obtaining the best outcome for clients).” (*Regulatory Guide 223.137*)

²⁹ ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) 2011

³⁰ “Under Rule 3.2.3(1), a market participant must review its best execution policies, procedures and implementation: (a) each time there is a material change in circumstances that affects where the market participant may transmit client orders; and (b) when the results of monitoring its best execution arrangements suggest their policies and procedures are not obtaining the best outcome for clients.”

mercado podem transmitir as ordens do cliente, e também quando os resultados do monitoramento dos mecanismos de *Best Execution* sugerem que as políticas e procedimentos não estão obtendo os melhores resultados para os clientes.

No que se refere aos registros de dados, o intermediário deverá manter informações que evidenciem que cada ordem do cliente foi executada em concordância com as políticas e procedimentos que o participante adote: *Rule 3.4.2*³¹. Essas informações serão mantidas por um prazo de 7 (sete) anos - *Regulatory Guide 223.15232*.

O tipo de informação que o intermediário tem que manter varia de acordo com a natureza e o tamanho do intermediário e os mecanismos para manejar as ordens dos clientes. Os dados relacionados aos processos manuais podem incluir notas realizadas pelo operador de mercado ("*trader*"), enquanto que os dados relacionados aos processos automatizados são propensos a sofrerem retenções como parte de uma auditoria do roteamento eletrônico ("*Electronic Audit Trail*"). A ASIC espera que, na maioria dos casos, deverão haver dados relacionados - *Regulatory Guide 223.15333*:

- i. Às instruções do cliente;
- ii. Aos passos seguidos para a execução da ordem;
- iii. À base de escolha do *book* de ordens ou outro sistema de negociação (se permitido sob a exceção da transparência na pré-negociação), que vai normalmente incluir os detalhes das condições prevalentes do mercado.

É esperado que todos os participantes do mercado considerem as obrigações de *Best Execution* nos termos das regras de integridade do mercado ("*Market Integrity Rules*") e revisem suas estratégias de execução para assegurar a possibilidade de entrega do melhor resultado para seus clientes. O teste dos participantes de mercado que pretendem ter acesso a somente um ou a um número limitado de livros de ofertas é se eles conseguem demonstrar que tomaram todas as providências razoáveis para entregar o melhor resultado e se, na prática, eles consistentemente obtiveram o melhor resultado para seus clientes – *Regulatory Guide 223.15734*.

³¹ ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) 2011

³² "A market participant must keep information so it can evidence that each client order has been executed in accordance with the policies and procedures that the participant has in place: *Rule 3.4.2*. This information must be kept for seven years."

³³ "The type of information that a market participant should keep will vary based on the nature and size of the market participant and the mechanisms for handling client orders. Records relating to a manual process may include notes made by the relevant trader, whereas records relating to an automated process are likely to be retained as part of an electronic audit trail. We expect that in most cases there should be records relating to: (a) the client instruction; (b) the steps taken in handling the order; and (c) the basis for selection of an order book or other matching mechanism (if permitted under a pre-trade transparency exception), which will often include the details of the prevailing market conditions such as the current best bid and offer and associated volumes."

³⁴ "We expect all market participants to consider their best execution obligation under the market integrity rules and to review their execution strategy to ensure it is possible to deliver the best outcome for their clients. The test for a market participant that is considering having access to only one or a limited number of order books is whether it can demonstrate that it has taken reasonable steps to

Com base na *Rule 3.3.1(1)*³⁵, nota-se que um participante de mercado deverá disponibilizar os seguintes tópicos para seus clientes sobre seus mecanismos de *Best Execution – Regulatory Guide 223. 120*:³⁶

- i. Que o participante do mercado é obrigado a manejar e executar as ordens do cliente em concordância com as obrigações de *Best Execution* da *Rule 3.1.1*³⁷ (i.e. tomar todas as providências necessárias para obtenção do melhor resultado para o cliente);
- ii. De que forma a obrigação de *Best Execution* afeta o manejo e a execução das ordens dos clientes;
- iii. Os livros de ofertas dos mercados licenciados e outros sistemas de negociação (se permitido sob a exceção de transparência na pré-negociação) para transmissão da ordem do cliente;
- iv. As circunstâncias nas quais as ordens dos clientes serão transmitidas para cada uma das destinações; e
- v. Que os participantes do mercado devem tomar todas as providências para manipular e executar as ordens dos clientes de modo a satisfazer quaisquer instruções (ainda que sejam inconsistentes com a obtenção, pelo participante, do melhor resultado para o cliente e, assim, possa não alcançar o melhor resultado para o cliente).

Dessa forma, embora sugira um modelo mais dinâmico, baseado em princípios, a legislação Australiana produz um grande número de informações de registro e controle além de intensa auditoria.

Mercado Brasileiro:

Para o caso brasileiro, há de se observar que o mercado não evoluiu da mesma forma que o americano ou o europeu. Primeiramente, não houve adesão total por parte dos investidores na utilização de sistemas de tecnologia. A utilização de tecnologia no mercado brasileiro não se deu dentro de uma visão estratégica, mas operacional, como um complemento dos meios tradicionais de atuação, até por falta de estímulo regulatório adequado.

deliver the best outcome and whether in practice it can consistently obtain the best outcome for its clients.”

³⁵ ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) 2011

³⁶ “Under Rule 3.3.1(1), a market participant must disclose the following matters to clients about its best execution arrangements: (a) that the market participant is required to handle and execute client orders in accordance with the best execution obligation in Rule 3.1.1 (i.e. to take reasonable steps to obtain the best outcome for clients); (b) how the best execution obligation affects the handling and execution of the client’s orders; (c) the order books of licensed markets and other matching mechanisms (if permitted under a pre-trade transparency exception) to transmit client orders; (d) the circumstances in which client orders will be transmitted to each of these destinations; and (e) that the market participant must take reasonable steps to handle and execute the client’s orders in a way which satisfies any instructions that are inconsistent with the participant obtaining the best outcome for the client and, as a result, may not achieve the best outcome for the client.”

³⁷ ASIC. Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets), 2011.

A estrutura de mercado e regulatória, por sua vez, utilizou de conceitos pinçados e seletivos de práticas internacionais, sem adequar as funções de cada agente com o respectivo equivalente nos mercados abordados. Por exemplo, o papel do intermediário no Brasil não tem paralelo com o do intermediário nos mercados americanos e europeus.

Por outro lado, a BM&FBovespa incorporou funções de *Vendor*, *Clearing*, Bolsa, Certificadora e autorreguladora, gerando uma estrutura onde passivos recaem sobre o intermediário e ativos sobre a bolsa, e uma estratégia de crescimento que contempla a padronização operacional dos seus intermediários (PQO), os quais são fiscalizados por ela, ao mesmo tempo em que adota um modelo de negócios onde ela compete diretamente com esses intermediários. Competição essa que já era conhecida desde 1997 nos mercados americanos, em uma estrutura repleta de conflitos de interesses.

Figura 6 – Intermediários vs Bolsas

"This is not a battle between exchanges. The real battle is the exchanges... Against the broker-dealers."

Craig Donohue, CME, March 16, 2007

•Broker-Dealer Model	•Exchange Model
•Trade Execution	•Trade Execution
•DMA Products	• Proprietary Workstations
• Analytical Trading Tools	• Analytical Trading Tools
• Information Services	• Data Provider
• Trading Strategies	• Expanded Order Types
• Capital Commitment	• Liquidity
• Connectivity	• Linkages

Fonte: Schwartz, Robert. *Technology and Regulation: How Are They Driving Our Markets?*

Nesse sentido, sentimos muita dificuldade de incluir o diagnóstico do mercado brasileiro sobre efeitos de competição, realizado pela consultoria OXERA, como uma referência razoável sobre os assuntos lá abordados. O trabalho feito pela consultoria foi publicado em junho de 2012 e o debate acerca de suas colocações se deu em poucas semanas, o que se mostrou muito superficial e pouco representativo da real discussão necessária à revisão da estrutura do mercado brasileiro e seus efeitos. O caráter superficial desse diagnóstico já foi apresentado por nós à CVM ainda no início de julho de 2012.

A própria comparação do mercado brasileiro com o australiano, que se tornou um dogma no debate sobre infraestrutura de mercado e competição, de fato é um caso clássico de pré-silogismo. Sob o prisma do volume e escala, o mercado brasileiro se encontra próximo do australiano e de alguns mercados europeus como Itália, Alemanha e Espanha, onde a competição foi introduzida através de centros de liquidez ou execução relativamente especializada, como os *dark pools*, redes de cruzamento de ordens e similares, que não são

permitidos no mercado brasileiro. Contudo, apenas na Austrália a competição foi introduzida em um modelo semelhante ao existente no Brasil, mas com uma formação estrutural diferente e que não nos parece tão próxima quanto se sugere.

Nosso mercado não avançou substancialmente nas soluções eletrônicas. Dados oficiais da BM&FBovespa mostram que cerca de 40% das ordens são feitas via sistemas DMA (acreditamos assim que parte relevante dos 60% restantes das ordens sejam feitas através do *Vendor* "MegaBolsa", sistema de negociação oferecido pela própria BM&FBovespa para a mesa das corretoras). A adoção eletrônica por parte dos gestores de recursos e fundos de pensão locais não foi total nem completa; isso quer dizer que dentro de um mesmo gestor de recursos, é possível observar equipes adotando plataformas eletrônicas no modelo DMA, e outras não, que ainda enviam ordens por telefone para as corretoras.

Até este ano, as corretoras não eram autorizadas a utilizar plataformas de negociação de *vendors* DMA2, as obrigando a utilizar uma infraestrutura proprietária ou o sistema de negociação "Megabolsa", oferecido pelo *vendor* BM&FBovespa, para o acesso ao sistema de negociação da própria BM&FBovespa. Porém, em função da pouca informação disponível e da mistura dos seus negócios, não é possível entender se a própria bolsa cumpre as mesmas exigências que ela estipula aos *vendors* independentes.

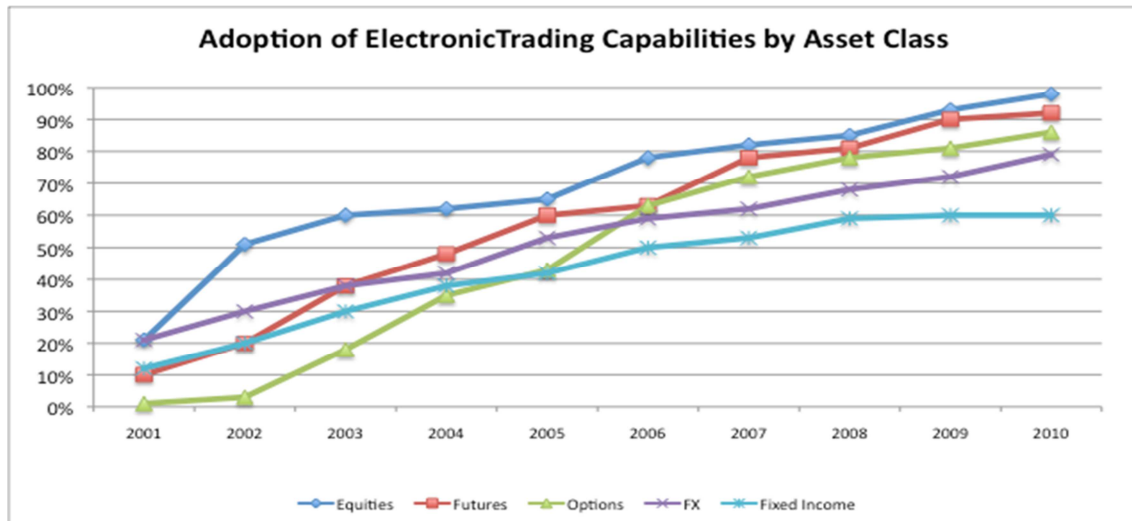
Contudo, mesmo que de forma descontextualizada, a ideia debatida no seminário "**Technology and Regulation: How are They Driving Our Markets**", conforme mencionado acima no item "Mercado Norte-Americano", de que *Best Execution* é, mais do que o melhor preço, um padrão qualitativo, está de certa forma refletida na regulamentação brasileira. De acordo com o artigo 19 da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 ("Instrução CVM 505/11") e seu parágrafo único: "*as ordens devem ser executadas pelos intermediários nas condições indicadas pelo cliente ou, caso ausente tal indicação, nas melhores condições que o mercado permita*". Sendo que, para determinar tais condições, o intermediário deverá levar em consideração "*o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem*", seguindo o modelo Europeu de abordagem da melhor execução, tendo por sua vez uma estrutura de mercado diferente.

Dessa forma, surge a questão: podemos atribuir esse passivo aos intermediários locais sendo que os mesmos não possuem o mesmo modelo de negócios e liberdade regulatória que seus equivalentes europeus? De forma natural, criou-se uma política promotora de desbalanceamento estrutural no setor de intermediários e no mercado como um todo, ao se adotar parte da legislação sem se adotar o direito correspondente.

Devido ainda à falta de adesão, no Brasil, pelos participantes, à utilização de sistemas de tecnologia, mesmo sob a luz de um incipiente avanço da Instrução CVM 505/11, e com a existência de uma única bolsa, os critérios de *best execution* ficaram comprometidos. O mesmo gestor pode enviar ordens via sistemas DMA e via corretora, obtendo resultados distintos. Nesses casos, não há como justificar, ou mesmo medir, a performance de sua execução, colocando investidores em desvantagem em função do método de operação escolhido.

Outra questão que surge é o alcance do modelo brasileiro em termos de instituições administradoras de bolsa e seus mercados. Muito se fala na adoção de práticas eletrônicas para o mercado de ações, mas como vemos abaixo, essas soluções têm sido utilizadas em uma ampla gama de ativos.

Figura 7 - Adoção da Negociação Eletrônica por Classe de Ativo



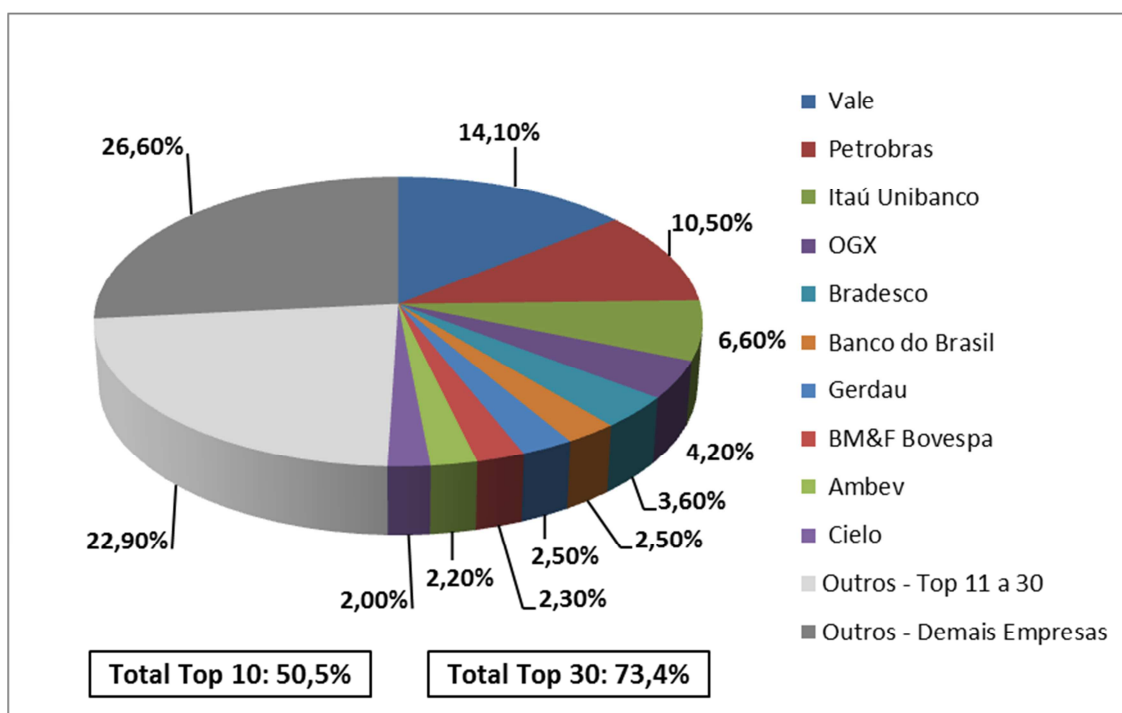
Fonte: Aite Group

Assim, não seria também uma prática necessária para o mercado de renda fixa, já que temos hoje duas bolsas que operam títulos públicos e títulos privados? Ademais, já temos por parte de diversas instituições a recomendação de utilização de negociação eletrônica para compra de títulos públicos. Não se deveria adotar as práticas de negociação da Instrução CVM nº 505 para todos os demais ativos?

O fato é que a utilização de tecnologia no mercado brasileiro não se deu dentro de uma visão de mudança da infraestrutura de mercado, ao contrário dos mercados europeus e americanos, a estrutura de *Electronic Communication Networks* - ECNs, internalização de ordens e *Dark Pools* não é permitida no mercado local. Do ponto de vista regulatório, avaliamos e adotamos muitos princípios do mercado europeu, mas optamos por não seguir certas práticas e instituições que lá são permitidas.

Adicionalmente, a estrutura do mercado brasileiro, altamente concentrada e sem liquidez (como mostra a Figura abaixo), não permite que a melhor execução tenha foco apenas no item preço.

Figura 8 - Bovespa: Concentração de Volume



Fonte: Bloomberg (Jan-Out 2012).

Nesse ponto, é importante voltar a discussão para a utilização de algoritmos ou sistemas eletrônicos, e observar que o anonimato é a primeira causa de utilização de algoritmos no mundo, protegendo assim a estratégia de investidores institucionais e / ou gestores de recursos na negociação de grandes lotes.

Note que, ao mesmo tempo em que a eletronificação criou a fragmentação da ordem no mercado norte-americano, o que permitiu o aumento de liquidez de forma geral (Jonhson, 2010, p. 70), ela teve também como consequência uma nova estrutura para vender ou comprar grandes posições em ativos, não somente em ativos ilíquidos ou de liquidez reduzida, mas também em ativos de alta liquidez. Assim, se fez necessário dividir uma ordem de grande quantidade em diversos dias ou mesmo ao longo do dia, sendo então fundamental preservar a instituição ou fundos executores da estratégia, para que o mercado não consiga identificar seu movimento, o que poderia levar a uma indicação de movimentação de preços indevida (*"Signalling Risk"*).

A questão de custo total também é relevante, pois trata não somente do custo de comissões pagas, mas sim do custo total de execução. O que foi percebido nos mercados americanos é que a baixa comissão não é necessariamente benéfica, pois pode representar uma má execução da ordem pelo intermediário, seja por um sistema ou um corretor não eficiente, que distancie a execução do preço alvo idealizado pelo investidor (Jonhson, 2010, p. 167).

A má execução também é associada a uma execução tão acelerada que a quantidade mostrada pelo intermediário seja maior do que a negociada em média pelo mercado, causando uma alteração de preço provisória, mesmo que pequena, em função de um desequilíbrio das curvas de oferta e demanda da quantidade dos ativos.

Assim, haveria um modelo que nos serviria de referência?

Sob essa perspectiva, entendemos que a CVM deveria definir o modelo de mercado que gostaria de obter, entendendo e ajustando corretamente direitos e obrigações com o objetivo de crescimento, comparando com práticas e medidas que foram bem sucedidas internacionalmente e suas inter-relações conceituais. Todos os modelos sugerem estruturas que possuem consequências, e funcionam dessa forma em função de sua complementaridade. Nesse sentido, acreditamos que entender os conceitos de sua formação e adaptá-los à realidade brasileira é a questão crítica.

Considerando os pontos expostos acima, que ajudam a fundamentar um modelo de mercado e conseqüentemente sua melhor estrutura, apresentamos abaixo as respostas e percepções sobre os questionamentos levantados por essa autarquia.

2. Fatores e Critérios do Regime de *Best Execution* (resposta item 3.1 da Audiência)

- i. **Quais seriam os fatores a serem levados em conta em uma regra de *Best Execution*, considerando a existência de diversas bolsas concorrentes? Por que?**

A introdução e o item 1 acima são fundamentais para embasar as sugestões e respostas dadas a essa autarquia e portanto fazem parte integral dessa resposta.

O primeiro componente que se deve ter em mente é que uma política de melhor execução deve considerar o adequado balanceamento entre direitos e deveres e sua adaptabilidade à realidade brasileira, conforme fundamentado acima. Não podemos desconsiderar o contexto da utilização de conceitos, tampouco sua dinâmica e inter-relações.

Se por um lado apoiamos a busca pelos melhores princípios de controle e regulação que estão sendo discutidos nos mercados Europeus (MiFiD), e mesmo pela IOSCO³⁸, por outro alertamos que os princípios e regulações lá sugeridos devem ser aplicados em um mercado onde os participantes tenham direitos semelhantes, ou então adequados, para que os agentes que atuam nesse papel possam conjugar benefícios recebidos com obrigações regulatórias. O balanceamento entre direitos e deveres é fundamental para aplicarmos práticas construtivas no mercado brasileiro. Sob a luz do acima exposto, é necessário definir:

- 1) O correto balanceamento entre direitos e deveres.
- 2) Quem queremos proteger?
- 3) Como garantir a integridade do mercado e dos agentes?
- 4) Qual modelo de mercado queremos desenvolver?

Sendo assim, as políticas de *Best Execution*, principalmente em um cenário de competição entre bolsas, são componentes importantes para que se atinja um alto padrão de proteção ao investidor. Tais políticas devem ter por fim a promoção de maior eficiência nos mercados e a obtenção de melhores resultados de execução para os investidores finais.

Lembrando o item 1.ii, (“Quem estamos protegendo?”) é importante observar que, apesar de uma política de melhor execução ser de responsabilidade *strictu sensu* do intermediário, as variáveis que afetam a execução nem sempre estão sob sua influência, e, nesse sentido, faz-se necessário rebalancear corretamente a cadeia de responsabilidades e controles.

Muito embora os conceitos que cercam uma política de melhor execução sejam amplos e com aplicação distinta de mercado para mercado, entendemos que uma correta política de melhor execução, considerando a estrutura atual do mercado brasileiro e o que se deseja atingir, deveria considerar os pontos expostos a seguir:

Sugestão Grupo ATS Brasil , ATG, NYSE Euronext e TABB GROUP:

- 1) Definir a cadeia de responsabilidades entre os diferentes agentes envolvidos no processo de execução (i.e. investidores, gestores, intermediários, *Vendors* e bolsas);

³⁸ IOSCO. Principles for financial market infrastructures. Abril de 2012.

- 2) Definir a estrutura de mercado que se almeja obter, mais precisamente critérios de mensuração e procedimentos de melhor execução, tais como preço, quantidade, velocidade e impacto de mercado a fim de assegurar o melhor resultado possível na execução para o cliente final (investidores);
- 3) Definir o nível de fragmentação real (número de bolsas) e eventual fragmentação ou consolidação virtual do fluxo para o investidor final;
- 4) Trazer segurança para investidores, gestores, *Vendors*, intermediários e mercados (sistema de Cotações Protegidas);
- 5) Definir métricas e processos para a validação de sua adoção em todos os envolvidos.
- 6) Definir o nível de proteção desejado entre as partes, principalmente políticas de proteção de ordem no nível das bolsas (*top-of-the-book* ou *depth-to-book*);
- 7) Definir a política de melhor execução considerando o volume de pequenas ordens, isto é, ordens cujo tamanho possa ser absorvido pelo mercado do momento, sem necessidade de dividi-las;
- 8) Definir um padrão de cuidados e melhores práticas.

Nunca é demais lembrar que o conceito de melhor execução visa, conforme consta do relatório do TABB Group: (i) garantir que cada execução é negociada no melhor preço; e (ii) garantir um padrão para ordens de maior volume que garanta que gestores e intermediários estão efetivamente criando uma rede de proteção de mercado, estimulando o crescimento.

Se ambas as questões forem corretamente endereçadas, entende-se que “isto levará a um mercado mais eficiente, a maior confiança dos investidores, a um maior nível de investimento e a uma gama maior de empresas se capitalizando através do mercado de capitais brasileiro.”³⁹.

Assim, questões de *Best Execution* relacionadas ao processo de execução de grandes ordens e / ou ordens a serem trabalhadas são endereçadas como políticas de melhores práticas, desenvolvidas nos níveis dos intermediários e *Vendors* (quando estes atuam no processo de execução). Fatores como forma de acesso, preço exibido, custos diretos e indiretos, tamanho da ordem, e velocidade de execução devem ser levados em consideração nas políticas de melhor execução definidas e seguidas por intermediários e *Vendors*.

Investidores finais e gestores, que em mercados mais desenvolvidos têm responsabilidades referentes à melhor execução, devem ter maior controle dos custos de transação, incluindo custos diretos e indiretos de execução. A utilização de ferramentas de Análise de Custo de Transação (“TCA”) ajuda na implementação da melhor execução em toda a cadeia e auxilia na tomada de decisão sobre a bolsa que se deve utilizar, a corretora com quem se deve operar e quais os melhores sistemas e *Vendors* para obtenção do melhor resultado possível.

Entendemos que no caso da política do *Best Execution* aqui sugerida, as responsabilidades de sua implementação ficariam divididas entre as bolsas, no que tange ao conceito de Cotações Protegidas, e entre intermediários e *Vendors*, no que diz respeito ao processo de execução das ordens. Ficaria, desse modo, a cargo dos gestores o controle de custos de transação.

³⁹ Tradução Livre, TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

Portanto, sugerimos que as regras de *Best Execution* sejam aplicadas para Intermediários e *Vendors*, no que tange aos processos e melhores práticas de execução, levando em consideração os fatores descritos acima, e que as entidades administradoras de mercado sigam regras de Cotações Protegidas, de modo a garantir a proteção aos investidores no nível de preço e quantidade (na resposta à questão 3.3, item “iv”, abordaremos com mais detalhes este ponto). Por fim, gestores devem ser estimulados a medir e comparar diferentes tipos de execução via plataformas de TCA.

ii. **Seria desejável o estabelecimento de critérios / parâmetros para a verificação do cumprimento da execução das ordens? Caso positivo, quais poderiam ser esses critério/parâmetros? Por quê? Caso negativo por que não seria apropriada a definição de critérios / parâmetros?**

A primeira questão que se coloca em termos de conceito, ao optar por critérios ou parâmetros para o estabelecimento de uma política de melhor execução, é se optaríamos por uma política mais voltada a normas ou a princípios, ou seja, se o mercado brasileiro tenderia a utilizar o modelo Europeu (MiFID) ou o Americano. Aqui cabe um alerta, uma vez que, se no nosso entender, o mercado brasileiro corretamente tende a adotar as práticas regulatórias de controle e princípios de gestão de risco baseados na legislação europeia (MiFID), por outro lado, é preciso cuidado, pois usar os princípios de melhor execução e algumas práticas do mercado europeu seria um equívoco.

Primeiramente, pelo fato do mercado brasileiro não apenas vedar os *dark pools*, ECNs, e a internalização de ordens, mas também a competição entre *clearings*, como ocorre na Europa. De forma mais ampla, a Europa possui diversas bolsas nacionais e sistemas alternativos, e sua convergência política em questões econômicas e de mercado não se resume a uma discussão “interna”. Adicionalmente, há consequências mais graves que impactam fortemente a estrutura de mercado, caso determinadas opções estruturais sejam escolhidas. Por exemplo, a não interligação entre bolsas cria um mercado efetivamente mais fragmentado em termos de volume, o que não necessariamente pode ser resolvido através da implementação de uma política de melhor execução (essa questão será fundamentada na seção 4, item “iii”), ou da introdução do *Smart Order Router*⁴⁰ (além de mudar a estrutura de mercado).

Um mercado não interligado cria duas, ou mais, filas de prioridades tempo / preço. Assim, grandes ordens no início – topo – de um livro de ofertas, são ultrapassadas por ordens menores enviadas a outras bolsas. Conceitualmente, tamanho, tempo e preço deixam de ser prioridades e a velocidade passa a ser relevante⁴¹. Essas considerações se tornam importantes, pois temos como objetivo uma estrutura de mercado que permita inovação e crescimento, mas não que torne a infraestrutura menos segura ou transparente para o investidor, do que a que temos hoje em dia.

⁴⁰ “SOR”.

⁴¹ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

Sendo assim, entendemos que o mercado brasileiro não está plenamente maduro para uma legislação puramente baseada em princípios. Não se atingiu o mesmo estágio de tecnologia e dinâmica de mercado que em nossos pares internacionais. Simplesmente estabelecer princípios, sem definir minimamente alguns critérios de mensuração que sirvam de referência, pode levantar mais incertezas e custos para o sistema do que benefícios.

Por exemplo, permitir que a política de melhor execução seja negociada caso a caso ou perfil a perfil, entre investidor e intermediário, pode ter um impacto muito maior em termos de controle e auditoria para os intermediários do que soluções que objetivem critérios claros e determinísticos. Estamos em uma fase de mudança de infraestrutura de mercado e, nesse sentido, entendemos que uma orientação mais direta permite uma forma melhor de avaliar impactos e reduções do risco do sistema.

Tal situação se estende para o investidor, que deveria incluir, na sua análise e negociação da escolha de um intermediário e / ou *vendor*, uma auditoria prévia de práticas de melhor execução, e que ainda poderia ser negociada caso a caso (com cada intermediário) e mercado a mercado.

O nível de controle e subjetividade na análise desses quesitos seria um impedimento efetivo para o crescimento do mercado, pois poderia criar interpretações diversas sobre temas e conceitos relativos a melhor execução (que, como vimos acima, por si só não é capaz de ter uma definição), gerando elevado conflito de interesses entre participantes (investidores, gestores, intermediários e bolsas). Levar essa questão puramente para a autorregulação, a nosso ver, não resolveria, dada a própria necessidade de rever sua estrutura e as claras vantagens de uma norma mais objetiva.

Determinar o que se precisa para atingir uma melhor execução é um meio de defender a integridade do mercado como um todo, facilitando a mensuração do nível de investimento para cumpri-la, as punições em caso de descumprimento e as vantagens para o sistema.

Se for verdade que uma regulação baseada em princípios permite maior flexibilidade operacional, deixando o mercado em um quase *laissez-faire* sob seu direcionamento, devemos lembrar que uma política de melhor execução também está relacionada com “a habilidade do regulador em definir, medir e sancionar em função da qualidade da execução”⁴².

Sempre dizemos que normas e preços são semelhantes, no que se refere à característica de que “sempre é mais fácil reduzir do que aumentar”. Nesse sentido, e face às mudanças ainda lentas da eletronificação do mercado brasileiro, criar um conjunto de normas claras e precisas, e posteriormente readequá-las ou flexibilizá-las em função do crescimento de mercado, nos parece mais eficaz do que criar princípios gerais e depois de investimentos já realizados, conforme as interpretações dos participantes, ter que redefini-los.

Se é claro hoje para o mercado e para o regulador que a eletronificação dos mercados e a subsequente concorrência traz benefícios evidentes de crescimento, redução de custos e segurança sistêmica, é importante criar uma estratégia para atingi-los. Por isso, remetemos

⁴² TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013

sempre ao entendimento completo dos conceitos relativos à eletronificação dos mercados. Essa análise permite entender, por exemplo, o motivo de uma adoção mais ampla e livre no mercado Europeu. Hoje, 84% de todos os gestores empregam ferramentas de TCA (análise do custo de transação), sendo que 65% o fazem para avaliar a performance da execução e 53% para medir a performance interna de suas estratégias (conforme demonstra a Figura 1).

No mercado americano, essa análise é feita diariamente por 68% da indústria. Com esse nível de controle e preocupação por parte de um segmento da indústria, e face à fragmentação política e econômica da Europa, é natural que os reguladores tenham permitido ou escolhido uma política mais livre e focada em princípios, deixando que intermediários e gestores discutam sua implementação. Há também um ponto técnico relativo à estratégia (que abordaremos a frente), ou seja, a indústria europeia já avançou muito em seu todo quando comparada a brasileira, e, portanto, vale lembrar que sem um mandato regulatório, e infraestrutura mais técnica, há menos pressão para gestores de ativos obterem informações precisas, e menos pressão sobre os agentes fiduciários para cobrarem gestores por execuções que cumpram o objetivo do *Best Execution*. Assim, nos parece que certos conceitos precisam ser definidos objetivamente pelo regulador a fim de se criar um ambiente de crescimento do mercado local.

Portanto, devemos sempre lembrar que o conceito de *Best Execution* visa proteger o investidor final, garantindo que nenhum intermediário ou membro do sistema (*vendor*, gestor e bolsas) coloque seus próprios interesses na frente do de seus clientes. O conceito visa também criar um ambiente que incentive a entrada de novos investidores, sendo, portanto, um instrumento de defesa da própria integridade do mercado.

A essência do conceito é criar incentivos regulatórios para que os intermediários busquem sempre o melhor resultado possível para seus clientes. Entretanto, diferentes clientes têm diferentes objetivos e, portanto, uma política de melhor execução sempre criará o dilema de preservar o todo sem prejuízo do crescimento, *vis-à-vis* o excesso de rigidez regulatória. Sendo assim, as regras ou a criação de políticas de *Best Execution* devem considerar, dentre outros, os seguintes fatores na sua formulação:

- (a) **Preço exibido** – o preço exibido nos mercados serve como referência na decisão de para qual mercado enviar uma ordem. É importante considerar que o topo do livro de ordens é apenas um indicativo e que o verdadeiro preço deve considerar a profundidade necessária para completar a execução de uma ordem.
- (b) **Custos explícitos** – os custos explícitos (emolumentos, corretagem e custos tecnológicos e de conexão) devem ser considerados junto com o preço exibido, pois um preço mais favorável em um mercado com custos maiores pode representar um preço final menos favorável.
- (c) **Probabilidade de execução** – representa o dilema enfrentado na escolha do tipo de ordem e depende da estrutura de mercado. Uma ordem a mercado tem sua execução garantida, porém tem um alto custo implícito, representado pelo impacto de mercado. Ordens limitadas promovem melhoria de preço, mas têm sua

garantia de execução reduzida, à medida que se afastam dos melhores preços. Intermediários devem buscar a estratégia ótima de colocação de ordens que maximize a probabilidade de execução e a melhoria de preço. A definição de probabilidade de execução também pode ser alterada em função, ou não, da existência de outros tipos de bolsas ou sistemas, como *dark pools*, *block trading systems*, como é o caso europeu (ver Anexo I, sobre probabilidade de execução).

- (d) **Velocidade de execução** – fator fundamental em estratégias de valor relativo (*long & short*) e arbitragens em geral, tem uma importância ainda maior para formadores de mercado e investidores que precisam proteger (*hedge*) as suas posições o mais rápido possível. É um fator que tende a ter menos importância para investidores de varejo, salvo em caso de execução de garantias ou períodos de alta volatilidade, ou que tenham um horizonte de investimento mais longo.
- (e) **Probabilidade de vazamento de informação (“Signalling Risk”)** – um dos fatores mais críticos para investidores que precisam transacionar grandes quantidades de um ativo. Ao enviar ordens para um intermediário ou diretamente para o mercado, existe a possibilidade de que outros investidores reconheçam o fluxo e operem de maneira a prejudicar o resultado final da execução. O intermediário deve buscar reduzir o vazamento de informações com uma estratégia de colocação de ordens que revele o mínimo de informações sobre as intenções do investidor.
- (f) **Tamanho da ordem** – ordens pequenas usualmente são enviadas ao mercado com preços limitados ou podem ser executadas contra os melhores preços exibidos. Ordens maiores são mais sensíveis, pois não podem ser enviadas como limitadas ou executadas a mercado, sem que haja um impacto de preço relevante. Nesses casos, as políticas de *Best Execution* devem deixar claro qual o tratamento dado pelo intermediário para cada uma das ordens.
- (g) **Déficit de implementação** – após a execução, esse déficit pode ser medido pela diferença entre o preço final alcançado e o preço do ativo na hora em que a ordem começou a ser trabalhada. Entretanto, antes da execução, essa medida pode apenas ser estimada, considerando os custos de impacto de mercado e de volatilidade transiente de diferentes trajetórias de execução. Quanto maior a urgência da execução, maior é o impacto de mercado, quanto mais demorada é a execução, mais suscetível à volatilidade ela estará. O intermediário deve ter ferramentas que permitam a estimativa de déficit de implementação de cada trajetória, permitindo que o investidor escolha a mais indicada, dado o seu nível de urgência.
- (h) **Papel do intermediário** – em um negócio, o intermediário pode atuar como agente, buscando executar as ordens de seus clientes sob suas práticas de *Best Execution*, ou como principal, usando capital próprio para tomar a ponta oposta das operações de seus clientes. Caso o intermediário atue como principal, isso deve ficar claro para o cliente na hora da execução. A fim de evitar conflito de
-

interesses, um intermediário atuando como principal deve fazê-lo apenas na condição de facilitador do negócio e nunca de forma que possa lesar o seu cliente.

- (i) **Liquidez não aparente** – atualmente, a maioria das ordens executadas no mercado brasileiro são enviadas e publicadas no livro de ordens de um mercado (embora seja conhecido que grande parte são negociadas fora do ambiente eletrônico e registradas no sistema da BM&FBovespa). Entretanto, existem casos em que a instrução do cliente indica explicitamente que não se deve enviar a ordem diretamente para o mercado. Nessa situação, o operador responsável pela execução dessa ordem precisa buscar uma contraparte entre o limitado grupo de clientes atendidos por aquele intermediário, ou compromete o capital do próprio intermediário para executar a ordem. Essa prática levanta diversas questões relacionadas ao vazamento e a assimetria de informações, além de criar incentivos a práticas não equitativas, distantes do *Best Execution*. Em outros mercados, foram criados mecanismos regulares que permitem que ordens de compra e venda com determinadas características possam interagir de maneira não aparente e gerar negócios, desde que haja melhoria de preço para os dois lados da operação. Idealmente, essa interação se dá no ambiente de um mercado registrado onde todas as ordens e negócios são gravados para fins de fiscalização, auditoria e verificação de conformidade com as políticas de *Best Execution* de cada intermediário.

Nenhum dos fatores comentados acima é por si só, determinístico para o melhor resultado possível, mas uma política de *Best Execution* bem definida deve fazer uma ponderação desses e de outros fatores relevantes para a execução.

Sugestão Grupo ATS Brasil , ATG, NYSE Euronext e TABB GROUP:

De acordo com as considerações descritas acima (e nas seções supracitadas), entendemos que o critério de melhor execução deveria atender aos seguintes critérios e fatores:

1) *Ordens Enviadas (Preço e Quantidade)*

Ordens de menor porte ou tamanho, isto é, cuja liquidez do mercado pode absorvê-las de forma restrita ao critério preço / tempo, devem ser efetivamente submetidas a um critério de melhor execução refletido na variável quantidade e preço. Por motivos de integridade de mercado, recomendamos a garantia de preço e quantidade como interconexão das bolsas em um modelo de proteção de ordem conforme exposto na seção 1, item “ii”.

2) *Nível de Comprometimento*

A política de melhor execução deve considerar ou alocar a responsabilidade em função do benefício de cada agente, isto é, o nível de responsabilidade deve levar em consideração o nível de envolvimento no processo de execução. Intermediários menos engajados no processo devem ser menos responsabilizados.

Como colocamos na seção 1, item “ii”, (Intermediários e *Vendors*), acima:

“Dessa forma, quanto maior o nível de envolvimento da corretora com o processo de execução da ordem do cliente, maior deve ser sua obrigação ao cumprimento das políticas de Best Execution. Caso o cliente ou gestor delegue a execução para a corretora, logo a corretora está sujeita ao maior nível de exigência regulatória. Caso o cliente tenha um maior envolvimento com o processo de execução, via plataformas de DMA, a Corretora ainda mantém um nível de responsabilidade de Best Execution por cuidar da tecnologia de roteamento (ex: plataforma de execução, links, roteadores, algoritmos, cotação dentre outros) que deve ou pode ser repassada ao Vendor”.

3) Práticas e Procedimentos

A dificuldade de implementar uma política de melhor execução aparece para estratégias que exigem fracionamento em ordens ao longo do tempo, pois a liquidez necessária não se encontra disponível no mercado naquele momento. Nesse sentido, preços e quantidades podem não ser pontualmente relevantes. Isso se dá em função do próprio dinamismo das estratégias de investimentos (operações de *long-short*, arbitragens, entre outras) em que importa menos que se atinjam certas métricas pontuais e mais que se obtenha a execução relativa de posições, assim como na execução de garantias ou decisões de liquidação estratégica de posições de investimentos.

Para esses casos, recomenda-se seguir um padrão de melhores práticas que levem em consideração no ato da execução:

- 1) Meta: Meta de Execução de acordo com a estratégia;
- 2) Padrão de Referência: Criar um padrão ou métrica de referência para medir a qualidade da execução;
- 3) Execução da Ordem: Criar uma metodologia que alinhe cada métrica com uma metodologia lógica de execução;
- 4) Desenvolver relatórios e regras para intermediários, fiduciários e gestores, de forma a medir sua qualidade de execução, considerando os *benchmarks* e padrões de referência escolhidos, bem como mecanismos que tornem esses dados disponíveis para os clientes.

Baseando-se nesses conceitos, cabe ao intermediário e *Vendor* formular seu conjunto de regras de *Best Execution*. Independente do teor do seu conteúdo, essas regras têm que ser de conhecimento público e devem deixar claro quais são os fatores relevantes para cada intermediário.

Considerando sua responsabilidade com a eficiência e integridade do mercado, o papel do regulador deveria ser o de monitorar a existência de políticas por parte dos intermediários e entidades de mercados, e de assegurar a existência de um repositório oficial de dados que possam ser usados para a verificação das mesmas.

Independente do número de mercados operando os mesmos ativos, deve haver a consolidação oficial de todas as informações geradas. Com isso, todos os envolvidos no

processo de execução podem avaliar a efetividade de suas políticas de *Best Execution* e adequá-las às mudanças no ambiente competitivo.

Essa consolidação também é de extrema importância para o regulador, que passa a ter uma ferramenta para monitorar o resultado das suas políticas, tanto na eficiência quanto na integridade do mercado.

As métricas de performance que servirão de parâmetro para a avaliação, por parte do regulador e dos investidores, da aderência dos sistemas de execução às práticas de *Best Execution*, devem ser inspiradas em métricas já consagradas nos mercados norte-americano e europeu, e sua elaboração deve se dar em conjunto com os membros da indústria, se adequando e servindo à realidade brasileira.

3. Diferenciação de fatores por perfil de investidor (resposta item 3.2 audiência)

- i. **Seria oportuno a CVM adotar diferentes fatores de *best execution*, tendo em vista que diferentes perfis de investidores podem ter estratégias distintas de negociação? Por exemplo, investidores de varejo, institucionais, aqueles que operam por meio de acesso direto ao mercado (DMA) ou ainda investidores de alta frequência (HFT)?**

Não entendemos que essa autarquia deva adotar critérios de *best execution* em função do perfil de investidor. De acordo com o que será explicitado nas respostas a questão 3 (seção 4, “i” dessa resposta) dessa audiência pública, entendemos que as variáveis mais importantes dependem sim, e muito, do tipo da ordem, do processo de execução da ordem, e do perfil do investidor.

Contudo, adotar critérios de acordo com o perfil de investidor pode adentrar muito em detalhes específicos, criando o risco de perda do princípio essencial da política de melhor execução, além de criar dúvidas relativas aos critérios.

Nesse sentido, uma legislação baseada em proteção de preços, princípios e melhores práticas nos parece a melhor solução. Como mostramos na seção 1, “i” acima, antes de uma política de proteção individual, a política de melhor execução é uma política de proteção do mercado de forma ampla, sendo apenas em um segundo nível de proteção individual. Portanto, não vemos benefício de que, por exemplo, determinado investidor abra mão de sua proteção, face inclusive à essência dinâmica e interativa do mercado. Como evitar que a abdicação de direitos por um investidor não impacte, ou seja, cause prejuízos, a outro protegido pela política?

O controle desse processo se faz ainda mais complicado para intermediários e gestores, pois nem todos os fundos têm o mesmo perfil, podendo alternar de acordo com os momentos de mercado, ou ainda, um mesmo gestor pode ter fundos com diversos perfis e diversos critérios de proteção distintos. Ademais, as especificações de comitentes finais não ocorrem imediatamente no envio da ordem, complicando enormemente o processo.

Nesse ponto, salientamos o risco da segmentação em função do perfil macro, não somente pelo custo de controle, mas pelo desconhecimento de como a abdicação de direitos de um segmento poderia prejudicar outro. Dessa forma, discordamos radicalmente do modelo australiano e europeu de melhor execução, não somente pela diferente estrutura de mercado, mas principalmente pelo diferente estágio de maturidade do mercado e dos seus participantes.

Mesmo no segmento de varejo temos discordâncias filosóficas. Como sabemos, o varejo também não é uma definição de perfil homogênea, existem diferentes perfis de investidor dentro do que chamamos varejo. A segmentação entre eles é complexa, e o critério de patrimônio, mesmo que usado em diversos países, remete a princípios que questionamos.

No caso do institucional, um mesmo *asset* ou investidor institucional pode ter diversas estratégias de investimento (*fundamentalista vs high frequency*) e executá-las

simultaneamente. Optar por criar políticas específicas por estratégia ou perfil do investidor irá criar uma série de controles e procedimentos entre investidores e intermediários que tornará seu cumprimento inviável ou custoso para esse segmento.

Vimos, na Seção 1.i acima, que o conceito de *best execution* é na verdade qualitativo, tendo em vista um processo de melhores práticas, ou ainda:

“Melhor Execução é a prática de uma administração fiduciária do custo de uma transação antes, durante e depois de cada implementação. Assim, ele lida com o processo de avaliar alternativas de implementação de estratégias para determinar a estratégia que melhor maximiza a probabilidade de preservar os ativos” (Kissel e Glantz, 2003, p. 359).

Desta forma:

“Melhor execução é responsabilidade de todos. Gestores precisam buscar a melhor execução para investidores [...] corretores precisam buscar a melhor execução para os gestores” (Kissel e Glantz, 2003, p. 359).

Portanto, mais importante do que definirmos regras distintas de *Best Execution* para os diferentes envolvidos, é definirmos a responsabilidade de cada envolvido *vis-à-vis* as diferentes formas de acesso e seu engajamento na execução.

FORMAS DE ACESSO E MELHOR EXECUÇÃO

Basicamente, existem quatro níveis de interação que ocorrem entre Investidores/Gestores e as Corretoras: (i) Delegação, (ii) Algoritmo do Intermediário, (iii) DMA e (iv) Acesso Patrocinado.

(i) Delegação: quando o cliente delega o processo de execução de uma determinada ordem para a corretora. Também conhecido como Ordem Administrada.

Responsabilidade do Best Execution: O intermediário tem o maior nível de responsabilidade quanto à execução da política de *Best Execution*. Ele deve provar para seus clientes e para os reguladores que seguiu uma política de melhores práticas que visava otimizar a relação entre volume executado, custos diretos e déficit de implementação.

(ii) Algoritmo do Intermediário: quando o cliente utiliza-se de algoritmos de execução fornecido pelo intermediário ou por provedor de serviço de negociação (“*vendor*”) para a execução de sua ordem, incluindo o roteamento, regras de apreçoação, agressividade e escolha das bolsas.

Responsabilidade do Best Execution: O intermediário tem a responsabilidade de garantir que o algoritmo funcione de acordo com as especificações, que devem ser de conhecimento do cliente.

(iii) DMA: quando o cliente se utiliza de infraestrutura de acesso à bolsa fornecida pelo intermediário, ou por um provedor de serviço de negociação (“*Vendor*”) de sua escolha, para o envio de ordens, porém o Gestor toma a decisão de como executar as ordens.

Responsabilidade do Best Execution: O intermediário e os *Vendors* têm responsabilidade quanto ao *Best Execution* no que diz respeito ao fornecimento da estrutura tecnológica, parte integrante do processo de execução. Gestores devem utilizar plataformas de TCA para medir a performance de suas execuções e quais corretoras proveem melhor estrutura de DMA.

(iv) Acesso Patrocinado: quando o cliente se conecta diretamente na bolsa, sem passar pela infraestrutura do intermediário, nem de nenhum *vendor* contratado por ele.

Responsabilidade do Best Execution: O intermediário tem o mínimo de responsabilidade sobre o *Best Execution*, já que tanto as decisões de negócio quanto as de roteamento são todas tomadas pelo cliente. Cabe ao intermediário, nesse caso, oferecer uma plataforma de controle de risco com métricas de latência, capacidade e disponibilidade aceitas pelo cliente. Essa plataforma deve servir não só para o intermediário controlar os limites de exposição financeira dos clientes, mas também como salvaguarda quanto a operações que possam representar um aumento considerável de risco sistêmico ao mercado.

Portanto, sugerimos que as responsabilidades de *Best Execution* sejam imputadas aos Intermediários e *Vendors* (quando esses participarem do processo de execução).

Entendemos que esse modelo protege os interesses de todos os envolvidos e aloca responsabilidades de maneira adequada, considerando o grau de interação de cada um com o processo de execução.

Devemos também mencionar nossa visão sobre a responsabilidade do Gestor nesse modelo. Por ter obrigações fiduciárias com os investidores finais, cabe a ele atuar da forma mais transparente possível em relação ao seu processo de execução. Não há nenhuma responsabilidade específica de *Best Execution* que deva ser imputada ao Gestor, entretanto, é importante que os mesmos adotem boas práticas de divulgação da performance das suas execuções.

Conforme mencionado anteriormente, a utilização de plataformas eletrônicas de execução auxilia na avaliação das métricas de execução. As plataformas de TCA permitem que os gestores monitorem e comparem a qualidade de diferentes intermediários, algoritmos e formas de execução. Ao compartilhar essas métricas com os investidores finais, os gestores aumentariam a confiança desses investidores em seus processos, o que naturalmente atrairia mais capital.

Como ponto de reflexão, ressaltamos que o processo de designação de responsabilidades de *Best Execution* deve ser realizado com muito cuidado, para não desestimular o aumento de operações eletrônicas, reprimindo seus enormes benefícios em termos de eficiência e transparência no processo de execução. Estimular a utilização de ordens administradas pelas corretoras seria um grande retrocesso para o mercado, pois evitaria o desenvolvimento de métricas objetivas de análise das execuções.

É de conhecimento dessa autarquia essa dificuldade. Parte dos gestores locais prefere delegar a execução das ordens para as corretoras, para não incorrer no que se chama de risco operacional, ou seja, risco de perdas por eventual erro de digitação no sistema, repassando esse risco para o intermediário. Isso ocorre mesmo em detrimento dos diversos benefícios da execução eletrônica, como o anonimato, menores custos e a maior agilidade. Assim, definir que os investidores que usem sistemas DMA são responsáveis por sua própria política de *Best Execution*, e que falhas em tais políticas devam ser imputadas ao investidor ou ao gestor puramente, trairia um grande desestímulo às operações eletrônicas, representando um anacronismo para o mercado.

Essa questão será detalhada mais abaixo no na seção 4 (em resposta a questão 3.3. da consulta pública).

- ii. Em caso afirmativo, indicar quais os fatores e os critérios mais apropriados para cada perfil de investidor ou tipo de ordem e razões para tal.**

(Não se aplica)

4. Conexão e roteamento de ordens (resposta item 3.3 audiência)

i. **A adoção de um regime de *Best Execution* em cenário de concorrência entre bolsas implicaria em mudanças relevantes nos sistemas ou procedimentos dos intermediários?**

Uma das dificuldades em responder questões sobre o nível do impacto no mercado em determinados agentes e participantes está relacionada ao fato de que qualquer afirmativa sem uma definição efetiva do modelo será equivocada e imprecisa.

Por exemplo, considere a atual Instrução CVM 505/11; ela já obriga que intermediários levem em consideração determinados critérios de melhor execução. Considerando que a indústria tenha adotado controles para garantir o cumprimento da instrução, é preciso entender o sistema e o processo adotado por cada intermediário.

A definição do modelo da estrutura de mercado é fundamental para que possamos corretamente determinar impactos e benefícios. Questões como:

- 1) Nível de Responsabilidade do Intermediário, *Vendor* e bolsa;
- 2) Modelo de proteção de Ordem;
- 3) Implementação de TCA;
- 4) Atual estágio dos sistemas de eletronificação;
- 5) Atual conformidade com a Instrução CVM nº 505/11;

são fundamentais, entre outras, para uma análise precisa do impacto das mudanças, sendo também fundamental entender o modelo da infraestrutura de mercado para se fazer um correto balanceamento da relação custo x benefício.

O conceito de *Best Execution* está ligado às melhores práticas de execução, ou seja, uma análise mais qualitativa do que quantitativa. Ainda assim, na seção 2, "ii", apresentamos alguns fatores objetivos que auxiliam na medição da qualidade da implementação de uma estratégia de *Best Execution*.

Antes que qualquer Intermediário possa melhorar seus padrões de execução, o mesmo deve entender o quão bem está executando atualmente. Para realizar tal análise é necessário que o mesmo obtenha, guarde e analise todas as suas execuções contra *benchmarks* apropriados. Em um nível básico, o intermediário deve ao menos compará-las com o melhor *Bid / Ask*⁴³, no momento de cada execução, para assegurar que foram obtidos os melhores preços possíveis.

No processo de execução, o tamanho da ordem é proporcional à complexidade de implementação de uma estratégia ótima de execução no mercado. Ordens grandes absorvem

⁴³ O conceito de "*bid*" e "*ask*" equivalem-se aos dois preços de referência no *book* de ofertas, sendo o "*bid*" o melhor preço de compra e o "*ask*" o melhor preço de venda.

a liquidez oposta e naturalmente iniciam um processo de impacto no preço de execução (conceito de impacto de mercado). Logo, ordens de grande quantidade, para as quais uma contraparte natural não possa ser encontrada, devem ser segmentadas e divididas durante um período de tempo maior, enviadas para mais de um mercado, ou participar de leilões para que sua execução não cause degradação no preço do ativo em questão.

Para medir o “Impacto de Mercado” destas ordens grandes, faz-se necessário que o intermediário analise o tamanho da ordem, a liquidez do ativo, e realize regressão de preço e reconhecimento de padrões para assegurar que sua execução não está abrindo informações de forma demasiada, atuando com participação elevada em relação ao mercado, sendo mal dividida no tempo ou, simplesmente, mal executada.

Considerando nossa experiência de mercado e a despeito da IN CVM nº 505/11, não temos conhecimento de que intermediários ou investidores estejam efetuando estes tipos de controle no que tange à política de melhor execução atual.

Dessa maneira, as mudanças relevantes relativas à implementação de sistemas e procedimentos para garantir a melhor execução dependerão fundamentalmente da estrutura de mercado sugerida pela CVM.

Tomando como base o nosso cenário sugerido, onde o *Best Execution* é atribuído a intermediários e *Vendors*, enquanto as entidades de mercado estão sujeitas às regras de Cotações Protegidas, as responsabilidades ficariam divididas e, conseqüentemente, os custos de adequação também.

Neste caso, as Bolsas seriam responsáveis por garantir que ordens sejam executadas no mercado de melhor preço, enquanto que caberia aos Intermediários e *Vendors* implementar políticas de *Best Execution* focadas em Custo Total, redução de Impacto de Mercado e outros fatores relevantes para a execução de ordens grandes.

Uma vez que a responsabilidade da escolha do melhor mercado para se operar fica com a própria entidade de mercado (conceito básico de Cotação Protegida), a necessidade (ou obrigatoriedade) da utilização de Roteadores Inteligentes (SOR) nos intermediários é reduzida. Muito embora a função de um SOR possa ir além de definir, execução a execução, qual a melhor bolsa no momento, um conjunto de melhores práticas e sistemas adequados pode cumprir o papel de *Best Execution* nos intermediários, sem a necessidade de um SOR.

Mais uma vez, cabe ressaltar que investidores e intermediários podem optar por não usar os mecanismos de Cotações Protegidas das bolsas. Intermediários que tenham seus próprios SOR e optem por não usar as Cotações Protegidas devem manter registro de todas as decisões de roteamento de seu SOR, para que possam comprovar que, dentro de suas regras de *Best Execution*, consideraram o melhor preço exibido.

Caso o modelo sugerido pela CVM opte por não ter nenhum tipo de cotação protegida, não recomendamos que apenas os intermediários sejam passíveis de conformidade com regras de *Best Execution*. Tal modelo seria economicamente inviável e conceitualmente equivocado, em

nossa visão. Acreditamos que intermediários, Vendors e Bolsas devem fazer parte de tais políticas.

Atualmente, intermediários já possuem soluções de algoritmos e de roteamento DMA com provedores de tecnologia ou proprietários, sendo que a grande maioria dos provedores que estão atualmente no Brasil já oferece o SOR em outros mercados ao redor do mundo. Acreditamos assim, que o custo adicional cobrado por esses provedores será marginal quando adicionado aos custos já incorridos com eles pelos intermediários.

Portanto, devido ao número limitado de bolsas no Brasil; à expectativa da aplicação de Cotações Protegidas no nível de Bolsas; às políticas de *Best Execution* válidas para *Vendors*, sendo que muitos destes já atuam em mercados com competição; e à consolidação de *Market Data* feita por *Vendors* independentes, acreditamos que o custo para os intermediários não seja elevado (uma vez que estes já atuam no mercado eletrônico, possuindo um bom nível de infraestrutura de roteamento).

- ii. [Quais seriam os desafios para os intermediários se conectarem aos diversos ambientes e realizarem o roteamento de ordens, por exemplo, em relação a custos e estrutura tecnológica? Nas respostas, é desejável a descrição das mudanças necessárias e, se possível, estimativas de custos.](#)

No mercado brasileiro, a questão de introdução de concorrência sempre teve uma abordagem mais alarmista e catastrófica do que técnica, sob o prisma de efeitos para o intermediário e para o mercado, sem de fato se discutir o modelo de infraestrutura de mercado que queremos ter.

Existem evidências de que a eficiência de mercado, explicada por custos de transação e formação de preço, é incrementada com o advento da competição entre bolsas. Estudos como o de O'Hara e Ye⁴⁴ (2011), nos Estados Unidos, e Foucault e Menkveld⁴⁵ (2008), na Europa, evidenciaram que a competição reduziu os custos implícitos e explícitos de transação.

Não existe fato cultural isolado. A introdução de competição ou mudança da estrutura de mercado sempre implica em uma alteração ampla e nunca pontual. A desmutualização das bolsas no Brasil foi um exemplo; acreditava-se que a alteração do status de associação para sociedade com fins lucrativos e a introdução de tecnologia iriam mudar operacionalmente, mas não estruturalmente, o mercado. As dificuldades encontradas hoje se opõem e desconstruem tal expectativa.

Uma estimativa dos impactos da concorrência, considerando apenas que se fosse incluir links e duplicar sistemas, é simplista e equivocada. A introdução de competição abre o mercado

⁴⁴ Ye, M., O'Hara, M., Yao, C. Forthcoming. What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data. Illinois College of Business, 2011.

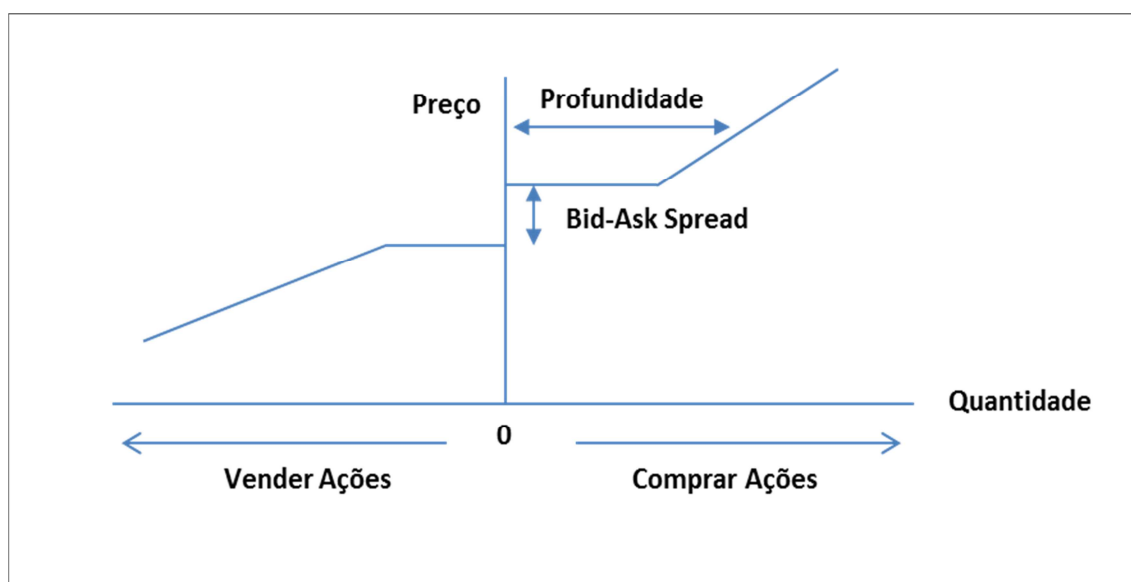
⁴⁵ Foucault, Thierry; Menkveld, Albert. Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems. Journal of Finance, American Finance Association, 2008.

brasileiro, cria dinamismo, atrai volumes, incentiva a inovação e empreendedorismo, gerando uma série de receitas e rebalanceamentos que impedem uma correta mensuração.

Custos explícitos são decorrentes das políticas de preço praticadas pelas bolsas, incluindo emolumentos, taxas de acesso, distribuição de *Market Data*, dentre outros custos periféricos. Muitas vezes, num cenário de competição, a redução de tais custos não significou um decréscimo no preço até então cobrado, mas sim novos modelos de cobrança, passando a privilegiar o investidor que posta liquidez e cobrando do que retira liquidez do mercado.

Por sua vez, custos implícitos podem ser analisados na perspectiva dos custos de transação. O componente do custo de transação que pode ser mensurado de maneira mais direta é o impacto de preço da execução. Esse impacto é dado pela curva de reação de mercado, como pode ser visto na figura abaixo. Essa curva utiliza as ofertas exibidas para medir a deterioração de preço esperada na execução de determinada quantidade. Considerando que ordens pequenas não provocam grande degradação de preço, a maneira mais conservadora de explicar o impacto de mercado é usando o *Bid - Ask Spread*⁴⁶.

Figura 9 - Curva de reação de mercado hipotética



O *Bid - Ask Spread* Postado, no universo das ações listadas em bolsa, representa o diferencial de preço entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra. De maneira alternativa, pode-se considerar também o *Bid - Ask Spread* Efetivo, calculado como duas vezes a diferença entre o preço de execução e o *midpoint*⁴⁷.

Independentemente da forma de cálculo, a literatura voltada ao mercado financeiro classifica o *Bid - Ask Spread* como o principal custo implícito da execução, seja na entrada ou na saída de uma posição. Pelo mesmo motivo, também é conhecido como “custo de urgência”, pois em

⁴⁷ Metade da soma dos preços das melhores ofertas de compra e de venda.

uma execução apenas um dos lados (comprador ou vendedor) paga o spread para que os preços sejam atendidos e exista um negócio.

O custo implícito de transação corresponde à maior parte dos custos em mercados sem competição. Este fenômeno pode ser facilmente explicado quando é analisado o seu comportamento em mercados com mais de uma bolsa competindo pelo fluxo. Existem dois mecanismos que reduzem diretamente os valores do *Bid – Ask Spread* em mercados com competição: (i) competição entre *market makers* (formadores de mercado) e (ii) redução de custos diretos.

A possibilidade de atuar em dois livros de oferta independentes cria inúmeras possibilidades de colocação de ordens, principalmente para *market makers*. Nesse cenário, o atributo tempo, do algoritmo de priorização preço-tempo dos mercados, perde muita relevância. É possível que uma nova ordem tenha o mesmo grau de prioridade de uma ordem do mesmo lado, com o mesmo preço, e postada anteriormente em outro mercado.

A velocidade assume um papel relevante nessa estrutura e a possibilidade de melhorar seu posicionamento no livro de ofertas, aliada a um aumento de eficiência de suas estratégias de saída, faz com que os *market makers* postem cotações mais agressivas.

Considerando que alguns investidores e intermediários decidam não utilizar as Cotações Protegidas, surgem situações hipotéticas, em que as cotações ficam trancadas (“*Locked*”), quando o melhor preço de compra em um Mercado é igual ao melhor preço de venda em outro Mercado, ou cruzadas (“*Crossed*”), quando o melhor preço de compra em um deles é maior que o melhor preço de venda em outro.

Nesses casos, o *Bid-Ask Spread* assumiria o menor valor possível, potencialmente chegando até a ser negativo, situação onde um investidor pode instantaneamente comprar e vender um ativo, obtendo ganho financeiro sem risco. Entretanto, essas são situações muito raras e que não perduram, seja pela própria dinâmica do mercado, pela existência de Cotações Protegidas ou pela presença de arbitradores.

Caso sejam consideradas políticas de preço que privilegiem a postagem de cotações em detrimento de ordens que retirem liquidez, o espectro de estratégias de formação de mercado aumenta ainda mais. Esse conjunto de fatores faz com que a profundidade postada aumente e o *Bid-Ask Spread* se torne cada vez mais justo.

Já a redução dos custos diretos das bolsas faz com que os investidores melhorem seus preços, reduzindo o *Bid-Ask Spread*, uma vez que pagam menos pela execução. Estes fenômenos foram empiricamente observados nos mercados Americanos e Europeus e serviram como base de estudo que resultou no *paper* de Foucault and Menkveld (2008).

No que diz respeito à formação de preço, segundo ponto relevante na análise de qualidade do mercado, experiências internacionais de países que passaram a permitir competição entre Mercados comprovam que as séries de preço se afastam menos de um passeio aleatório e que o processo de formação de preço é menos volátil.

Se, por sua vez, a fragmentação no nível das bolsas faz com que os *spreads* diminuam e custos explícitos sejam aliviados, a consolidação dos dados de mercado entre bolsas faz com que o cliente final mantenha a visão de um único mercado – facilitando o seu acesso à liquidez.

O entendimento de como a concorrência influencia positivamente na eficiência de mercado é de grande relevância na hora de analisar as mudanças necessárias nos participantes desse mercado, para fins de adequação a este novo modelo.

O que se viu nos mercados com concorrência entre bolsas foi uma reorganização dos papéis entre os *players*, principalmente Bolsas, Intermediários e provedores.

Provedores de tecnologia de execução, aproveitando-se de sua neutralidade para ganho de escala, assumiram o papel de integrador entre bolsas e corretoras, desenvolvendo sistemas que cumprissem com as regulações locais de *Best Execution*. Desta forma, existiu um alívio financeiro por parte das corretoras, que não tiveram que investir massivamente em tecnologia para se adequar a um ambiente mais competitivo.

Já as bolsas, por uma questão de transparência e adequação às regras de *Cotações Protegidas*, se interligaram com o propósito de garantir ao beneficiário final a execução no melhor preço.

De forma macro, as mais relevantes alterações sistêmicas a serem feitas por Bolsas, Intermediários e Provedores para uma adequação ao ambiente de competição, no que diz respeito a *Best Execution*, são:

- **Consolidadores de *Market Data***

Sistemas responsáveis por consolidar em tempo real os dados de mercado vindos de duas ou mais bolsas, as agregando em um único book e criando uma visão de mercado unificada para o cliente final.

Consolidação de Market Data é a principal ferramenta utilizada para converter a liquidez fragmentada no nível de bolsas em uma visão agregada para o cliente final.

Nos mercados Americano, Europeu e Australiano, o papel de consolidador coube principalmente aos *vendors*, que prestam serviço para as corretoras e clientes finais (ex: Bloomberg, Reuters, QuantHouse). Cabe destacar que no mercado Americano, além dos *vendors*, existem as figuras das referências oficiais de mercado, representadas pela *National best bid and offer* - NBBO (melhores ofertas de compra e venda nacional) e pela *Consolidated Tape Association* - CTA (Autoridade Consolidadora da Fita).

- **Roteadores Inteligentes (*SOR – Smart Order Routers*)**

Sistemas responsáveis por englobar parte das regras de *Best Execution* e implementá-las no processo de envio de ordens. Sua lógica, baseada nos

fatores descritos no na seção 2, “ii”, deve ser configurada no SOR que, por sua vez, ponderará todos os parâmetros relevantes antes de enviar cada ordem.

Basicamente os SOR são desenvolvidos por provedores e/ou intermediários.

- **Adequação na lógica dos Algoritmos**

Muito embora, no que diz respeito ao roteamento, o sistema de SOR faria o trabalho de “escolher” a melhor bolsa no momento da execução, existem alterações periféricas nos sistemas de algoritmos que devem ser ajustados para um ambiente de mais de uma bolsa, a fim de atender regras de *Best Execution*.

Além disso, a presença de competição entre Mercados abre espaço para o surgimento de uma nova geração de algoritmos que tem por objetivo sondar os livros de oferta em busca de liquidez.

- **Route Away entre Bolsas**

Trata-se da lógica integrante dos sistemas de negociação das bolsas, que garantem que uma ordem apenas será executada na respectiva bolsa caso ela possa prover o melhor preço de execução. Caso contrário, usando-se da lógica de *Route Away*, a ordem é enviada pela bolsa para o mercado onde esteja o melhor preço naquele momento.

Esta metodologia, além de gerar transparência ao mercado, serve como uma proteção ao cliente final que terá sua ordem sempre executada no melhor preço.

Tal tecnologia é necessária para a implementação da política de Cotações Protegidas nas Bolsas.

Conforme colocamos, e o que foi visto nos mercados com competição, os intermediários não “internalizaram” 100% dos desenvolvimentos dos sistemas de *Best Execution*. O que se viu foi um *mix* entre desenvolvimento próprio e contratação (ou *outsourcing*) via *Vendors*.

É importante notar que a grande maioria dos *Vendors* autorizados pela bolsa brasileira já atuam em mercados de competição entre bolsas. Como exemplo, citamos a Bloomberg e a Reuters que atuam como agregadores de *Market Data* para mais de 100 bolsas no mundo e já, inclusive, algumas empresas oferecem este serviço para gestores e intermediários brasileiros via tecnologia local.

No ramo de Roteamento de Ordens e Telas de Negociação, diversos provedores já atuam no mercado local e detêm tecnologia para múltiplas bolsas.

Logo, detemos uma gama de provedores e *vendors* independentes e neutros que estão amplamente capacitados e adaptados tecnologicamente para esta mudança. Para estes provedores, acreditamos que o custo de adaptação será marginal.

Mais uma vez, reafirmamos que não acreditamos no modelo onde os Intermediários tenham que bancar com todos os custos de adequação a uma política de *Best Execution*. Entendemos que tal política deva ser implementada para Intermediários, Provedores e Bolsas, ficando consequentemente os custos também divididos entre eles.

Considerando a recente modernização dos modelos de negócio dos *vendors*, que passaram a oferecer a negociação eletrônica como um serviço (“DMA2”), abre-se a possibilidade que diferentes intermediários compartilhem a mesma estrutura, reduzindo ainda mais o custo de implementação da indústria como um todo.

Assim como aconteceu nos EUA, Europa e mais recentemente na Austrália, onde a quebra do monopólio e a introdução de uma nova bolsa trouxe um ganho financeiro entre 31 e 215 Milhões de Dólares⁴⁸, estimamos que tal resultado se repita no Brasil.

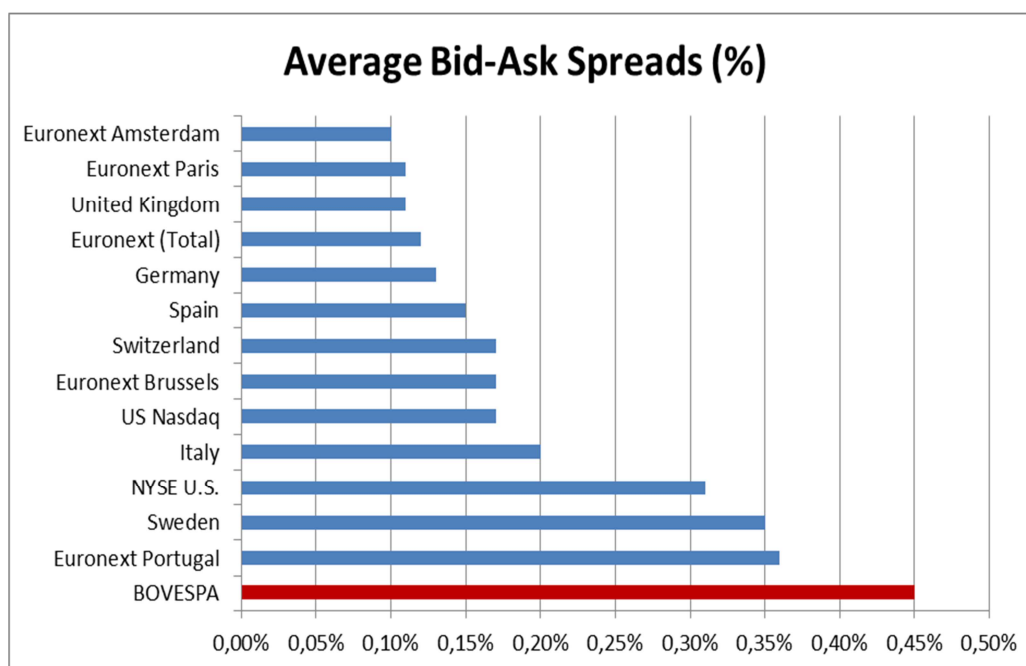
Dados da bolsa brasileira refletem o que é esperado em mercados de monopólio, como por exemplo, custos implícitos altíssimos. Em uma análise das ações com maior Índice de Negociabilidade da bolsa, as que compõem o Índice Bovespa, é observado um nível de *Bid-Ask spread* de aproximadamente 26 *Basis Points*. O cenário fica ainda pior se formos analisar as ações que compõem o índice de *Small Caps*. Para estas ações o *Bid-Ask Spread* gira em torno de 66 *Basis Points*, fazendo um *bid-ask spread* ponderado pelo volume total de 0,44%.

Conforme vimos, o *Bid-Ask spread* das ações pode ser enxergado como um custo de entrada e saída de posição, principalmente em momentos de maior urgência de execução.

A Figura 9 abaixo mostra um comparativo de cada país e os respectivos *Bid-Ask Spreads* de seus índices mais representativos, apontando o mercado local como um dos maiores *spreads*.

⁴⁸ Fonte: TABB Group – Brazil Market Fragmentation Report.

Figura 10 – Spreads Médios por Bolsa (%)



Fonte: Bloomberg, dados correspondentes ao primeiro semestre de 2013.

Nossas estimativas apontam que uma redução de *spread* após a entrada de uma nova bolsa entre 2,6 e 6,5 *Basis Points* – representando uma redução do *spread* entre 10% e 25%, quando comparado com os 26 *basis points* do Índice Bovespa.

Assim como aconteceu nos EUA, Europa e mais recentemente na Austrália, a redução dos custos de transação é um benefício percebido primeiramente pelos investidores, que passam a ter um custo total de execução menor, porém com grande impacto nos intermediários. Os investidores acabam “repassando” este ganho no *spread* através do aumento no volume negociado com os intermediários.

Portanto, acreditamos que qualquer previsão de aumento de custo para os intermediários seria descabida de fundamento, uma vez que tal custo dependerá principalmente do modelo de *Best Execution* adotado pelo mercado, do nível tecnológico atual desse mercado, e da forma de implementação que cada participante irá adotar.

Adicionalmente, conforme colocamos no item “i” desta seção, devido ao número limitado de bolsas no Brasil e à expectativa da aplicação de Cotações Protegidas no nível de Bolsas, considerando também a adoção de políticas de *Best Execution* válidas para intermediários e *Vendors* e a consolidação de *market data* feita por *Vendors* independentes, acreditamos que o custo para os intermediários não será elevado.

iii. **Seria apropriado estabelecer previsões para os administradores de mercado no sentido de estarem também sujeitos ao regime de *best execution*, nos moldes da *Order Protection Rule*? Quais seriam os desafios e benefícios dessa opção?**

Não temos a menor dúvida de que entidades administradoras de mercado devem estar sujeitas ao regime de melhor execução⁴⁹.

Nos EUA, essa obrigatoriedade foi introduzida no âmbito da *Regulation NMS* (de 2007) para corrigir um desequilíbrio de mercado originado pela *Order Handling Rules and Limit Order Display* e pela *Regulation ATS* (ambas de 1997). Estas regulamentações marcaram a transição do mercado “quote-driven” da Nasdaq para um mercado “order-driven”, que formalizou como as redes privadas de negociação poderiam operar, levando à fragmentação e ao aumento da competição no ambiente de negociação.

Esses novos entrantes adicionaram facilidade, velocidade e maior eficiência ao mercado, especialmente quando comparados com as bolsas tradicionais, que regularmente empregam tecnologias atrasadas e mecanismos de negociação menos transparentes, como a única bolsa brasileira. Assim, eles pressionaram pela redução dos emolumentos e melhoria dos serviços, permitindo que gestores se tornassem mais engajados no processo de execução, adicionando valor ao processo de investimento e permitindo uma melhora significativa do mercado. Por outro lado, impactaram também a estrutura de mercado, de forma a criar imperfeições. (TABB Group, *Regulation NMS Part I*, pág. 3).

Como efeito, empresas tecnologicamente mais robustas e eficientes permitiram que fundos e corretores operassem em diversos ambientes a velocidades incrivelmente rápidas e com preços melhores do que no mercado mais líquido. A discrepância entre preços criava um ambiente desproporcional de vantagem para determinados investidores, em relação a outros. Assim, era possível executar uma ordem em uma bolsa, ECN ou ATS a um preço melhor do que nas outras. Como consequência, uma justa interligação entre mercados se fez necessária, evitando que uma mesma ação pudesse ser negociada em mercados diferentes com preços divergentes.

A fragmentação dos sistemas de execução criava ainda a possibilidade de termos mercados conhecidos por “*Locked*” ou “*Crossed*”, conforme definido na seção 4, “ii”, acima. Em um cenário de múltiplas bolsas, o controle desse tipo de ocorrência para intermediários se torna complexo e indevido. Complexo, pois não se trata do papel do intermediário administrar os livros de oferta de cada bolsa, de forma a evitar discrepâncias operacionais. Indevido, pois, por definição, são as bolsas quem têm acesso ao seu próprio sistema de negociação e, portanto, podem controlar uma ordem de execução melhor do que um algoritmo, que a controlará à distância. Adicionalmente, a integração entre múltiplas bolsas permite que esse controle ocorra de forma mais eficiente, incluindo os procedimentos para evitar “*Locked*” ou “*Crossed*”

⁴⁹ Seguindo lógica análoga, a Instrução CVM 461/07 prevê, no seu artigo 73, parágrafo único, que, quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento.

markets. Assim, nesse cenário de múltiplas bolsas, entendemos que a sincronização de mercados se torna essencial, pois garante que a formação de preço entre múltiplas bolsas seja consistente (TABB Group, Regulation NMS Part I, p.11).

Assim, a *Order Protection Rule* visa assegurar que os investidores realizem suas operações pelo melhor preço de execução disponível, eliminando a possibilidade de *Trade-Through*, que é a realização de transações de compra / venda por preços além ou aquém de preços divulgados em outro *Trading Center* (sistema de negociação ou bolsa).

O fato é que, em um cenário de múltiplas bolsas (ambientes de negociação), poderíamos obter uma fragmentação do volume em diversas entidades ou plataformas. Nesse cenário, a competição poderia quebrar o volume atual em diversas partes, o que poderia piorar o ambiente de negociação brasileiro. Preocupação latente, inclusive, da única Bolsa existente no mercado atualmente (BM&FBovespa).

A solução para esse problema está na própria *Rule 611*, que estabelece que os centros de negociação estejam integrados entre si. Pela *Order Protection Rule*, um *Trading Center* tem a obrigação de passar a ordem de compra ou venda para outro *Trading Center*, caso este apresente melhores condições de execução.

Sendo assim, de acordo com a norma, o Ambiente de Negociação deve:

“Estabelecer, manter e exercer políticas e procedimentos, escritos, que sejam razoavelmente elaborados de modo a prevenir a ocorrência de Trade-Throughs em tal Trading Center de ações reguladas pela NMS (NMS Stocks), desde que não ocorra alguma das exceções do parágrafo (b) da seção §242.611 e, caso ocorra, que sejam tais políticas e procedimentos elaborados de modo a assegurar o cumprimento com os termos de tais exceções.”; e

“Fiscalizar regularmente, a fim de verificar a efetividade de tais políticas e procedimentos e, em caso de quaisquer deficiências, deverá tomar providências imediatas de modo a corrigi-las” (Tradução livre a partir da Rule 611 da Securities and Exchanges Commission – SEC).

Contudo, entende-se que, face ao recente desenvolvimento de competição no país, essa autarquia, em conjunto com as entidades administradoras de mercado, devem criar uma política e procedimentos-padrão para atingir esse fim.

É fundamental que Entidades Administradoras de Mercado estejam submetidas ao regimento de melhor execução em prol da qualidade do mercado, proteção dos investidores e segurança operacional.

Nesse cenário, teríamos os seguintes benefícios:

- 1) Consolidação Virtual do Fluxo – Evitando a fragmentação do fluxo para investidores finais e mercado.
- 2) Foco na proteção da execução para investidores – Independentemente do ponto de entrada da liquidez, a ordem será roteada para a melhor liquidez existente, garantindo assim que investidores, pessoas físicas ou institucionais, sempre comprem/ vendam nas melhores condições de mercado.

- 3) A integração ou custos de intermediários em um cenário de competição ficam substancialmente menores, uma vez que intermediários não precisam obrigatoriamente estar conectados com a nova bolsa.
- 4) No caso do aumento de liquidez em certos produtos ou novos produtos em uma determinada entidade administradora de mercado, face à integração entre sistemas de negociação, haverá acesso imediato de todo o mercado a essa liquidez.
- 5) Menor custo ou trabalho operacional para intermediários, pois o roteamento entre bolsas já levaria em conta o critério quantidade e preço.
- 6) Melhor estrutura de mercado para intermediários e investidores.
- 7) Formação de preços consistentes.
- 8) Evita que o regulador tenha que criar procedimentos operacionais ou fiscalização para os casos de mercados “*Locked*” ou “*Crossed*”.
- 9) Redundância automática entre intermediários e bolsas, uma vez que uma eventual falha de conexão entre o intermediário e uma das bolsas não retiraria o acesso a liquidez, pois o roteamento a outra bolsa garantiria o acesso a liquidez e melhor oferta que ainda tivesse sendo negociada na bolsa cuja conexão foi perdida.
- 10) A interligação dos sistemas de negociação produz um imediato *backup* de bolsas para o sistema, i.e., caso uma bolsa falhe, o mercado brasileiro não pararia e as ordens seriam redirecionadas para outras bolsas.

Neste momento, é importante observar os desafios:

1) *Depth of book vs Top of the book*

Primeira questão que ainda remete a Reg NMS e a Rule 611, mais precisamente, é definir qual o limite da “proteção de ordem” que queremos estabelecer? A “*protected quotation*”, definida pela *Rule 600 (b 58)* e pela 611, requer que os centros de negociação estabeleçam, mantenham e estimulem políticas e procedimentos razoáveis para evitar o “*trade-through*”, ou seja, a execução a preços inferiores por cotações protegidas.

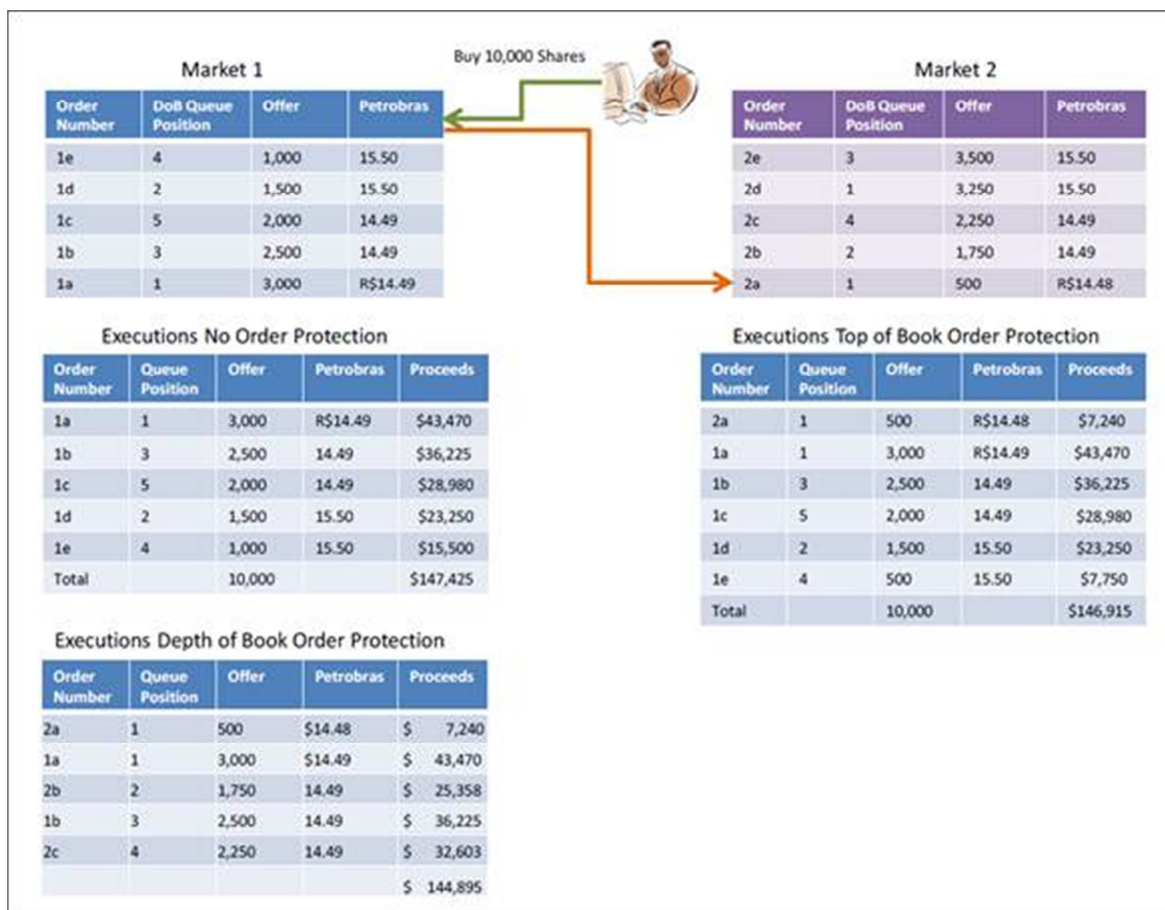
Inicialmente, os centros de negociação deveriam criar procedimentos separados e em conjunto para definir essas questões, o que, face à atual ausência de transparência e boas práticas da bolsa local, pode levar a impasses.

A extensão da proteção também deve ser discutida. O mercado americano trabalha com o modelo “*top-of-the-book*” ao contrário do “*depth-of the-book*”. Antes da implementação da *Regulation NMS* a SEC, em 2005, requereu comentários sobre o modelo de “*depth-of-the-book*”. Na época, a grande maioria dos participantes não possuía suporte tecnológico para o modelo de profundidade do *book*, pois acreditavam que esse modelo iria restringir a competição entre os mercados, e sua implementação seria muito mais cara do que o modelo “*top-of-the-book*”.

Para entender a extensão das consequências desse tipo de modelo, vamos analisar primeiramente o funcionamento do modelo “*top-of-the-book*” no mercado americano. A proteção no modelo “*top-of-the-book*” remete somente à ordem mais agressiva disponível nos mercados regulados (que inclui as bolsas, mas não os ECNs). Atualmente, o mercado norte-americano conta com 13 bolsas (mercados protegidos). Quando uma dessas bolsas

(por exemplo, a Bolsa A) recebe uma ordem de compra ou venda e não possui o melhor preço, ela deve cancelar ou rotear a ordem (ou uma parte desta ordem) para a Bolsa que apresente o preço mais agressivo, para somente então conseguir executar o restante da ordem no seu próprio *book*. Isto, na prática, significa que, mesmo que todas as outras Bolsas possuam preços melhores que a Bolsa A, ela vai executar parte da ordem na bolsa mais agressiva (por Exemplo, a B) e “passar direto” pelas outras 11 Bolsas (C, D, E, F...), executando o restante em seu próprio *book*.

Figura 11 – Best Execution x “Top-of-the-book”



Fonte: TABB Group.

Por exemplo, utilizando uma metodologia de roteamento de *Best Execution*, onde o intermediário possui uma ordem para executar 10 mil ações, e esteja roteando tal ordem para duas bolsas baseado em preço e liquidez. Se o intermediário executar a ordem de acordo com a prioridade de preço e tempo para execução, utilizando todos os mercados em paralelo (de acordo com o modelo “*depth-of-the-book*”), ele deveria ser capaz de executar esta ordem por \$144.895, conforme demonstra a Figura 10 acima. Porém, sem nenhuma forma de proteção da ordem, ela será executada a \$147.425, \$2.530 (171,6 *basis points*) acima do ideal. No modelo de proteção “*top-of-the-book*”, a única obrigação é a de “passar” a ordem pela bolsa com o melhor preço (tomando apenas a primeira oferta desse *book*), com o restante da ordem podendo ser executada livremente no seu próprio *book*.

Neste caso, o custo incorrido seria de \$ 146.915, ou \$2.020 (137,5 *basis points*), pior do que o ideal e apenas \$510 melhor do que se não houvesse proteção alguma.

O que vemos é que, embora haja a obrigação de Cotações Protegidas, em um cenário de múltiplas bolsas isso ocorre apenas para a primeira melhor ordem, podendo o restante da execução ser realizada no *book* da própria bolsa, mesmo que a preços piores.

É evidente que o modelo de “*depth-of-the-book*”, sob o ponto de vista da estrutura de mercado e proteção dos investidores, é uma solução muito mais eficiente. Este modelo cria um *book* de ordens virtual, centralizado, que provê maior estabilidade e liquidez ao sistema, protegendo cada ordem do *book* e reduzindo a possibilidade de se “driblar” a proteção. A adoção do modelo “*top-of-the-book*” leva a uma proteção parcial da ordem em caso de grandes lotes. Porém, mesmo que as entidades administradoras de mercado sejam responsabilizadas pelo *best execution*, isso se daria apenas em um pedaço da ordem, podendo o restante ser executado em valores e quantidades piores. Assim, ao escolher o modelo de *best execution* “*top-of-the-book*” não garantimos os melhores preços para investidores.

Contudo, as características estruturais do mercado americano tornam este modelo muito custoso e contraproducente, dado: (i) a estrutura complexa com mais de 13 bolsas e 50 sistemas de ATS’s, além de diversos intermediários; (ii) o fato destas bolsas, ATS’s e intermediários se encontrarem distantes geograficamente entre si, fazendo com que o tempo de execução (mesmo que à velocidade da luz) possibilite que, no momento do roteamento da ordem, ela já tenha desaparecido, seja por mudanças de mercado ou por cancelamento (*TABB Group, Regulation NMS Part I*).

A forma como o mercado americano tentou resolver essa questão foi através da criação do tipo de ordem chamado *Inter-market Sweep Orders* (ISO). Basicamente, o ISO é um tipo de ordem autorizado pela SEC, que informa a bolsa ou centro de negociação que o intermediário irá se responsabilizar pela melhor execução e, portanto, a bolsa pode desconsiderar o *Route Away*.

Embora essa solução resolva aparentemente o problema da melhor execução para preços, como a ISO não é obrigatória (obviamente) e a maioria dos intermediários não querem o passivo de um erro de execução, evitam a utilização da ISO deixando então o *Route Away* para as bolsas, o que leva a uma ineficiência no cumprimento do *best execution* (*TABB Group, Regulation NMS Part I*).

No caso do mercado brasileiro, temos uma oportunidade única. Por ainda estar em desenvolvimento, sem nenhum nível de competição efetiva, a introdução correta de um modelo de proteção de ordem pode evitar as mesmas distorções do mercado americano, obtendo os avanços lá observados, sem as distorções causadas pela mudança na estrutura de mercado.

Ao contrário do mercado americano em que, quando da implementação da *Regulation NMS 611*, já existia um grande número de ECN’s, ATS’s e outros centros de internalização de ordens, o mercado brasileiro ainda caminha para uma abertura efetiva.

Nesse sentido, o custo de implementação de um “*depth-of-the-book*” seria muito baixo, protegendo efetivamente as metas para a obtenção de uma melhor execução de preço.

A adoção de um modelo de proteção do tipo “*depth-of-the-book*” permitiria que o mercado brasileiro já adotasse melhores práticas, evitando os problemas vistos no mercado americano. Adicionalmente, desestimularia uma fragmentação excessiva de centros de negociação, criando um ambiente competitivo, controlado e eficiente sem perda da qualidade para investidores.

Do ponto de vista da ATS Brasil e ATG, nossa estrutura atenderá o modelo “*depth-of-the-book*”, caso seja esse o recomendado por essa autarquia no futuro.

2) Estabelecer Procedimentos de “*Self-Help*”

A *Rule 611(b)* prevê um número de exceções, onde são permitidas que uma bolsa ou centro de execução execute o *trade-through*, ou seja, que não se siga o modelo de proteção de ordem. Uma delas é comumente chamada de “*self-help*”. Fundamentalmente, a legislação permite que a regra de Cotações Protegidas seja desconsiderada em caso de falha, atraso material ou, mau funcionamento dos sistemas ou equipamentos. Entre outras questões, a *Regulation NMS* também discute políticas e procedimentos que possa ser razoavelmente requeridas para que se possa considerar a exceção de “*self-help*”, como, por exemplo, critérios objetivos de análise, aviso imediato à bolsa que apresente problemas de desempenho, e procedimento de análise que garanta que os problemas não sejam em seus próprios sistemas.

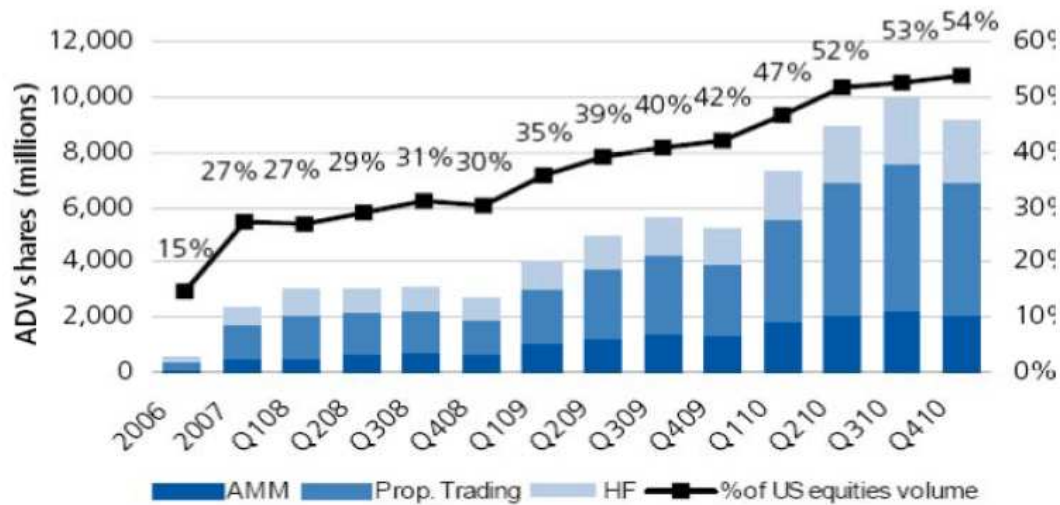
A declaração de “*self-help*” não retira da bolsa que apresente lentidão ou problemas a possibilidade de receber ordens de outros centros de liquidez imediatamente, isso porque, os eventos causadores do “*self-help*” podem ser restritos à comunicação entre dois centros ou bolsas especificamente.

iv. Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre o regime de *best execution* e mecanismos de mitigação do risco de fragmentação de liquidez que julgar relevantes.

Competição entre mercados, fenômeno anterior à chamada fragmentação, foi um movimento natural nos mercados desenvolvidos. Dentre outros benefícios alcançados com a competição, viu-se a diminuição do custo de transação, evolução tecnológica no ambiente bursátil, inovação de produtos, melhora no processo de formação de preço, aumento de liquidez e, principalmente, diminuição do risco sistêmico do mercado.

O movimento de inclusão de novos mercados para os investidores finais foi acompanhado por um profundo aumento de liquidez. Movimento este que pode ser explicado pelo fenômeno chamado de “criação de *trade*” (*trade creation*) e a significativa difusão de Formadores de Preço (*Market Makers*) e fundos quantitativos, conforme mostra o gráfico abaixo sobre o mercado americano.

Figura 12 – Evolução dos Formadores de Mercado e Fundos Quantitativos no Mercado Norte-Americano



Source: Grillet-Aubert (2010). The author tried to distinguish the high frequency traders between market makers (AMM), proprietary trading (Prop. Trading) and hedge funds (HF).

O fenômeno da fragmentação, muitas vezes erroneamente confundido com o conceito de competição, não é o resultado da inclusão de uma, duas ou três novas Bolsas ou Centros de Liquidez Alternativos, mas sim do potencial impacto da existência de diversas bolsas em três fatores sensíveis na microestrutura do mercado, sendo eles:

- I. Prejuízo na eficiência de divulgação dos dados de mercado (i.e. cotação);
- II. Prejuízo no processo de formação de liquidez no livro de ofertas;
- III. Aumento excessivo dos custos tecnológicos incorridos pelos participantes para se adequar ao novo cenário, *vis-à-vis* o benefício de tal mudança.

Tais sintomas, conforme já mencionado anteriormente, são atacados das seguintes maneiras:

- I. Consolidação de Dados de Mercado (livro de oferta agregado): permite que os participantes de mercado tenham acesso a um livro único, agregando informações de outros centros de liquidez e permitindo uma visão única do mercado.
- II. Regras de Melhor Execução (“Best Execution Rules”): obriga que os intermediários enviem suas ordens de compra e venda para o mercado no qual vão conseguir o “melhor resultado possível”, de forma consistente. O objetivo é que a liquidez flua para o mercado mais eficiente.
- III. Provedores de Tecnologia/Execução Broker-Neutros: Tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, viu-se uma reorganização nas funções dentre os participantes de mercado. Provedores de tecnologia de execução, aproveitando-se de sua neutralidade para ganho de escala, assumiram o papel de integrador entre bolsas

e corretoras, desenvolvendo sistemas que cumprissem com as regulações locais de Melhor Execução. Desta forma, observou-se um alívio financeiro por parte das corretoras, que não tiveram que investir massivamente em tecnologia para se adequarem a um ambiente mais competitivo. Conforme já abordado nesse estudo, esses provedores de tecnologia já existem no mercado brasileiro.

5. Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação (resposta item 4 da audiência)

i. Qual seria a melhor forma de implementar a fita no Brasil? Um único ou diversos consolidadores ? Por que?

Para assegurar um alto nível de transparência e confiabilidade quando da implementação da política de *Best Execution*, é importante a criação do agente consolidador, tanto para cotações quanto para os *trades*, o mais próximo possível do tempo real. Um agente consolidador é considerado em tempo real quando o mesmo espelha, dentro do menor tempo possível permitido pela tecnologia atual (que está na casa dos microssegundos), o que está acontecendo nos sistemas de negociação das bolsas no que diz respeito à formação dos *books* (cotações) e as execuções ocorridas (*trades*).

Prover uma visão consolidada remove qualquer disfunção trazida pela fragmentação da liquidez, fornece um único preço para marcação a mercado das posições / portfólios, e cria um *benchmark* oficial para a mensuração do resultado de políticas de *Best Execution* e outras questões regulatórias.

É essencial, porém, entender a dupla função do agente consolidador.

A primeira função diz respeito a prover preços de referência ao mercado, sendo esses fidedignos ao estado do *book* nos sistemas de negociação das bolsas. Dependendo da política de *Best Execution* ou “cotações protegidas” que for implementada em nível de Bolsas, esta consolidação de cotação deve se dar com profundidade do *book* ou apenas no primeiro nível de liquidez (*top of the book*). Assumindo a implementação do *Depth of Book Order Protection*, o agente consolidador deveria, ao mínimo, consolidar até o quinto limite de liquidez dos *books*.

A segunda função, porém não menos importante, remete ao processo de criação de uma fita consolidada contendo todas as execuções com suas respectivas informações relevantes (i.e. Preço, Quantidade, Bolsa, dentre outras que o regulador julgar relevantes). Tal fita deve ser armazenada eletronicamente, e com cópias físicas, por um período suficientemente longo que vá de acordo com as exigências regulatórias.

Dito isto, entendemos que não existe motivo para restringir o processo de consolidação de dados a um único agente, sendo que os *Vendors* autorizados devem poder prestar tal serviço.

Entendemos também, pelos motivos citados acima, que, para manter uma referência de mercado sólida e consistente, é crucial que seja eleito um agente consolidador oficial. O consolidador oficial servirá como *benchmark* para o mercado, provendo uma visão única de preço a todos os participantes, e deverá dar acesso aos dados consolidados (cotações e fita) de forma equitativa, não discriminatória e regulada.

Cabe ainda aos Administradores de Mercado (bolsas), distribuir os dados de seus respectivos mercados aos participantes (Intermediários, *Vendors* e Clientes finais), cabendo aos

participantes a livre escolha de onde consumir os dados – se consolidados dos *Vendors* autorizados ou se “*crus*” de cada mercado, diretamente das bolsas, e / ou *vendors* / intermediários. Assim, uma forte base regulatória é imperativa, onde precisamos definir:

- 1) O conjunto de regras e orientações para empresas que proveem os serviços de dados;
- 2) O conjunto de padrões de conteúdo, qualidade e disponibilidade dos dados;
- 3) O monitoramento de preços e taxas;
- 4) A garantia de competição dos modelos de negócios;
- 5) As ferramentas e dados de mercado que garantam boa visibilidade e capacidade de monitoramento.

De forma geral, permitir que *vendors* façam a consolidação, desde que amparados pela regulação apropriada e acesso não discriminatório, cria um ambiente aberto para atender à demanda de clientes e inovações em produtos. Mesmo a MiFID II, que pretende a criar o *tape* consolidado, fornece um objetivo baseado na autorização de provedores (*vendors*) que juntos definiram parâmetros predefinidos e supervisionados, permitindo contudo competição entre provedores, visando atingir um nível muito elevado de tecnologia e soluções⁵⁰.

É natural que se possa ter um consolidador central subcontratando um *vendor* (ou mais de um, por segurança), para fornecer os dados dentro de certos parâmetros legais e conhecidos, adotando uma política de terceirização, ao invés de investimento próprio. O mais relevante seria criar uma estrutura sem fins lucrativos, consolidada na autorreguladora (não a BSM na estrutura atual), de maneira que se permita uma estrutura de custos acessível para qualquer intermediário que queira fazer parte do sistema, ao mesmo tempo em que se permita que o mercado crie soluções inovadoras e específicas para o segmento.

É importante observar que o modelo de *vendors* permite ainda que intermediários possam utilizar todo o investimento em infraestrutura para otimizar sua capacidade instalada, ou seja, possam vender cotações consolidadas para seus clientes.

Esse rebalanceamento é fundamental para ajudar a reorganizar a estrutura de receitas da cadeia de investimentos, tanto para amortizar custos despendidos pelos intermediários em tecnologia, quanto para obtenção de novas fontes de receita. Hoje, como exemplo, o intermediário fica dependente de um custo da BM&FBovespa, que cobra para cada usuário de mercado um valor fixo por mês. Esse modelo é proibitivo para os intermediários, pois desestimula que ele atraia novos investidores, tendo em vista que um investidor iniciante precisa criar familiaridade com as ferramentas e com o mercado, para que possa iniciar seus investimentos. Nesse sentido, o modelo atual promove mais desestímulos do que estímulos para promover o crescimento.

⁵⁰ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

Permitir que *vendors* sejam consolidadores levará a criação de uma fonte de receita para intermediários que queiram se tornar *vendors*, e assim consolidar e vender dados de mercado para seus clientes.

É fundamental entender que: flexibilidade, concorrência e ampla oferta, baseados em um marco regulatório consistente e desenvolvimentista, é a única forma de garantir que não haja imposição indevida de custos para a indústria de intermediários ou gestores. Pois só assim, cada segmento de mercado pode consumir dados de acordo com o que melhor se encaixa no seu negócio individualmente.

Outro ponto relevante desta decisão está relacionado diretamente com o risco sistêmico e a integridade do mercado. Em um mundo totalmente integrado eletronicamente, com negociações automatizadas e uma ampla oferta de informações, os dados se tornam essenciais.

As discrepâncias entre dados obtidos em diversas bolsas podem ajudar a promover uma crise ou falha na integridade de mercado se não forem devidamente regulados, assim como se não forem adotados os procedimentos corretos.

Esse risco, de fato, já existe, transvestido em uma roupagem aparentemente mais suave. Por exemplo, em um cenário de uma única bolsa, mas que esteja em concorrência com outros centros de liquidez em outras jurisdições, que negociam ativos listados no Brasil, a indisponibilidade de acesso ao mercado de bolsa local pune o investidor que não possui a mesma flexibilidade para operar em outros mercados, fazendo com que ele sofra com oscilações maiores do que aqueles que podem negociar seus ativos aqui listados em outras jurisdições.

Em um cenário de múltiplas bolsas, a integridade de mercado representa um fator mais crítico e ganha mais importância. Discrepâncias de dados entre os dados de fato negociados nas bolsas e os divulgados nos consolidadores ou *vendors* levam a uma falha na integridade de mercado ou aumento do risco.

Paradoxalmente, é exatamente a existência de diversos agentes que permite que as falhas nos sistemas financeiros sejam percebidas e corrigidas, assim como ela estimula inovações que resultam em aumento da segurança operacional do mercado como um todo. Por isso, defendemos a necessidade de consolidação feita pelos *vendors* (e não por entidades administradoras de mercado) ou um único agente central, pois senão estaremos estimulando a ineficiência e um custo maior e desnecessário para o sistema e para o mercado.

Em um mercado com múltiplos agentes (*vendors*, intermediários) e um consolidador central, os *vendors* acabam funcionando como um medidor importante da eficiência das próprias bolsas, permitindo um maior desenvolvimento do mercado.

Em um mercado múltiplo (bolsas e consolidadores), é de se esperar que determinado perfil de investidor use diversas fontes para conferir a integridade do mercado e, em caso de discrepâncias, possa diminuir sua atividade de negociação. Essa análise só é possível em função da existência de diversos agentes.

Algumas empresas adquirem cotações diretamente das bolsas, em função do seu perfil de negociação, pois exigem maior velocidade para a formação de preços e a realização de estratégias, utilizando dados consolidados como uma informação de controle. Outras tomam decisões utilizando-se apenas dos dados consolidados.

Múltiplas fontes garantem um mercado mais equilibrado e com menos incerteza. Os ganhos com aumento de agentes de mercado são evidentes, mas haveria aumento do risco sistêmico por se ter diversas fontes?

O fato é que nenhum evento sistêmico é isolado, ele reflete a soma de pequenas falhas ao longo de um processo que resulta em um evento de impacto maior, representado por um somatório de diversos fatores.

De qualquer forma, a análise do caso de interrupção e queda indevida no mercado americano, ocorrido em 06 de Maio de 2010, pode nos trazer algumas lições e conclusões⁵¹. Nessa data, o mercado de ações sofreu uma volatilidade excessiva em alguns minutos. O problema foi iniciado por uma má utilização de um algoritmo na execução de uma estratégia de E-Mini na CME, que se propagou para outros mercados, de forma a causar excessiva volatilidade.

As conclusões da SEC sobre o caso indicam que esse evento foi causado por uma retirada de liquidez súbita do mercado e a subsequente execução de negócios no que lá definem por *sub-quotes*.

A despeito da diferença regulatória, lá existem duas agências: a SEC (ações) e a CFTC (derivativos) e, da série de questões sobre o caso, o relevante é que apesar da sequência de eventos que resultaram em uma perda de integridade, a suposição de que o atraso nas cotações teria sido umas das responsáveis pelo evento não se confirma, pois pela própria SEC⁵²: *“As evidências não sustentam a hipótese de que os atrasos nos ‘feeds’ do CTS e CQS desencadearam a extrema volatilidade dos preços de segurança observadas naquele dia”*. Assim como: *“pausar um mercado pode ser uma maneira efetiva de proporcionar tempo para que os participantes do mercado repensem suas estratégias, e redefinam os parâmetros de seus algoritmos, e para a ordem de mercado ser reestabelecida”*.

Dessa forma, é evidente que procedimentos de controle, supervisão e de ação mitigam eventuais problemas ocasionados por questões relacionadas ao uso, ou mau uso, da tecnologia, exacerbando-se os riscos que possam advir da introdução de HFTs e diversos consolidadores no mercado, confirmando a percepção de que os benefícios desses agentes superam em muito eventuais impactos dos procedimentos adotados.

A outra questão, que é levantada frequentemente quando se trata de diversos consolidadores e da venda de dados diretamente pelos administradores de mercado, é a de uma eventual arbitragem ocasionada entre os dados mostrados pelo consolidador, e os adquiridos

⁵¹ TABB Group. Findings Regarding The Market Events of May 6, 2010. Setembro de 2010.

⁵² TABB Group. Findings Regarding The Market Events of May 6, 2010. Setembro de 2010. Tradução livre.

diretamente pelos gestores de recursos, ou investidores, das entidades administradoras de mercado, que comprariam pelo preço de um dado e venderiam pelo preço de outro.

Como menciona ainda o relatório da SEC, genericamente essa arbitragem é impossível, uma vez que os dados consolidados não representam um mercado ou centro de liquidez separado das bolsas. Todas as ordens são enviadas para o mesmo sistema de negociação onde são fechadas em tempo real com base na cotação daquele momento. Essa arbitragem só seria possível em casos especiais onde houvesse *dark pools* e de acordo com condições específicas, que não é o caso brasileiro.

Por isso, estamos seguros de que a permissão para um mercado de consolidação de dados traz inúmeros benefícios, sem impactar de forma significativa ou relevante a integridade do mercado brasileiro.

- ii. [No caso de uma única entidade funcionar como consolidador central, como essa entidade poderia ser estabelecida? No caso dos consolidadores serem os “vendors”, quais deveriam ser os requisitos mínimos para o seu reconhecimento pela CVM.](#)

Sob o ponto de vista da Fita Consolidada, acreditamos que essa entidade única (conforme mencionado acima) deve ser constituída, ou ser de responsabilidade, da entidade única autorreguladora (através de associação civil sem fins lucrativos), conforme indicaremos na seção 6 abaixo, cuja possibilidade já se encontra prevista na regulamentação vigente (contando, contudo, com uma participação ampla do mercado, ao contrário da atual estrutura de autorregulação que é pouco representativa e conceitualmente enviesada). A criação de uma entidade ou associação similar a US CTA é talvez a solução ótima, dado o pequeno número de bolsas existentes. Essa solução é corroborada com um relatório publicado pela IOSCO e a WFE (*World Federation of Exchanges*) sobre *cyber-crime*, risco sistêmico e mercados

⁵³

O problema da associação se resume ao modelo de negócios adotado. Nesse caso, o modelo americano é sujeito a diversas críticas, em função do modelo de alocação. Apesar de ser razoável que cada entidade pague pela quantidade de dados consumidos, esse consumo não deveria possuir um valor exagerado em termos de receitas para o consolidador central (como para as bolsas atualmente).

Essa questão se torna crítica ao ligarmos seu impacto no modelo de mercado, isto é, a importância do modelo de precificação pode ser visto no *paper*⁵⁴ que sugere que a “eficiência de mercado, isto é, o *Price Discovery* e a liquidez de mercado são maiores, enquanto o custo de capital e a volatilidade são menores, quando todos os operadores observam ou podem

⁵³ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

⁵⁴ Ye, M., O'Hara, M., Yao, C. Forthcoming. What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data. Illinois College of Business, 2011.

observar os preços de mercado ou cotações de “graça”, contrariamente de quando se tem que pagar um preço as bolsas para vê-las”⁵⁵.

Dados de mercado e modelos de preços criam ainda atritos entre bolsa, intermediários e gestores, portanto, recomenda-se que o regulador normatize o processo e a modelagem. Acreditamos (ver estudo Tabb Group⁵⁶, p. 26) que o modelo de negócio desse consolidador deva convergir mais para o modelo americano, do que o europeu ou o australiano.

Sob o ponto de vista de consolidadores de Market data, acreditamos que estes devem ser os *vendors* e/ou intermediários atuando como *vendors*. Essa opinião é fundamentada na estrutura de mercado existente após a introdução da concorrência em diversos mercados. Essa estrutura permite que os agentes de mercado se utilizem de diversas estratégias para atuar no mercado, sendo que cada estratégia necessita de uma consolidação específica de *Market Data*. Seguindo a mesma lógica, não é necessário que todos os intermediários realizem a consolidação, ficando isso preferencialmente sob a responsabilidade dos *Vendors* (mas não obrigatoriamente).

Um aspecto importante é que a proliferação de *Vendors* de forma indiscriminada pode resultar em divulgação incorreta ou imprecisa de *Market Data*, além de sua banalização. Sendo assim, acreditamos que os *Vendors* que distribuam Market data devem ser certificados para tal pela única entidade autorreguladora (evidentemente diferente da atual e dos procedimentos discutíveis feitos atualmente), não necessitando de certificado para receber os dados de mercado.

Em linha com esse pensamento de garantir a qualidade dos *Vendors* e dos serviços prestados pelos mesmos, acreditamos que os *Vendors* certificados devem possuir um patrimônio mínimo de pelo menos R\$ 5 milhões para serem aceitos e certificados como tal pela entidade única autorreguladora.

Além disso, devem estar sujeitos a algumas questões e padrões mínimos descritos pela CVM, tais como:

- Políticas adequadas para a coleta de informações;
- Possibilidade de tornar a informação disponível ao público com a maior veracidade e no menor espaço de tempo possível, de forma comercial e não discriminatória;
- Inclusão de informações mínimas (preço, volume, tempo de operação, plataforma de negociação, etc.);
- Tornar os dados disponíveis de forma gratuita 15 minutos após a publicação;
- Mecanismos de segurança com robustez técnica e de escala;
- Adesão à formas de controle da qualidade dos dados e elaboração de normas de publicação (por exemplo: formatos de dados, conteúdo, protocolos que lidam com alterações, etc.).

⁵⁵ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

⁵⁶ TABB Group Response to Brazilian Securities Commission (CVM): Notice of SDM Public Hearing No. 05/13. August 2013.

Adicionando, ainda conforme recomendação da Consultoria Tabb Group: “a CVM deveria determinar a publicação de latência de todos os integrantes do sistema mobiliário de forma similar aos requerimentos existentes na Rule 630 (a) da Reg NMS”⁵⁷.

iii. **Haveria alguma questão de ordem operacional que deveria ser avaliada sob a perspectiva dos usuários e sob a perspectiva dos consolidadores reconhecidos pela CVM considerando a desvinculação do serviço de fornecimento de informações consolidadas de outros serviços prestados.**

Não acreditamos que seja necessária a desvinculação do serviço de consolidação de dados de outros possíveis serviços a serem prestados pelos *Vendors* autorizados. Uma vez que o *Vendor* atenda os requisitos do Regulador quanto à atividade de consolidador, o mesmo poderia oferecer serviços periféricos, sem prejuízo a qualidade do serviço de market data.

Entretanto, entendemos que tal serviço de distribuição de dados (consolidados ou não) deveria sofrer uma reorganização, de modo que:

1 - As Bolsas, responsáveis por manter e operar os sistemas de negociação onde é iniciado o processo de formação de preço, sejam responsáveis por distribuir de forma equitativa e não discriminatória os dados de seus respectivos mercados (dados não consolidados). Tais dados devem ser oferecidos a corretoras, *vendors*, e clientes finais através de acordos comerciais que reflitam a comercialização 1 para 1, e não 1 para n (i.e Bolsas não podem atrelar a cobrança ao número de usuários finais que vão consumir os dados do seu cliente, pois estariam atuando como *Vendor* e não como Bolsa). O papel da Bolsa é de disponibilizar ao seu cliente, através de modelo comercial aprovado pelo regulador, os dados de seu mercado. O mesmo modelo comercial deverá ser utilizado na prestação do serviço independente da contraparte (intermediário, *Vendor*, que fará a consolidação, etc).

Caso uma bolsa queira atuar como *vendor*, a mesma deverá constituir uma nova entidade para isso, cumprindo com os requisitos do regulador e competindo com os demais *vendors* do mercado.

2 - *Vendors* e intermediários atuando como *Vendors*, uma vez autorizados, podem normalizar, consolidar e distribuir os dados obedecendo aos requisitos do Regulador.

O mercado brasileiro carece de uma definição mais precisa do papel desses novos agentes. Na estrutura atual, onde a entidade administradora de mercado se mistura com diversas empresas e atividades não segregadas, cria-se um ambiente que permite e estimula práticas conflituosas de interesses, desestimulando a livre concorrência e o crescimento do mercado.

⁵⁷ TABB Group. Findings Regarding The Market Events of May 6, 2010. Setembro de 2010. Tradução livre.

iv. **Quais os custos relevantes para os consolidadores? Favor apresentar estimativas.**

Os custos materiais relacionados ao processo de consolidação e distribuição de dados de mercado podem ser divididos entre:

- Plataforma de Distribuição;
- *Feed Handlers*;
- Banco de Dados *tick by tick*;
- *Back Testing*;
- Plataforma CEP
- Mensageria / infraestrutura
- *Hosting*

Embora seja possível afirmar que os custos possam ser divididos nos grupos acima, a estimativa do custo depende de diversos fatores, como o provedor, o tipo de conteúdo (*top* ou *depth of the book*), intensidade da mensageria, número de bolsas, dentre outros.

É razoável assumir que o custo em administrar, consolidar e distribuir dados de duas bolsas no Brasil não seria substancial devido ao número de mensagens trafegada e a um limitado número de bolsas.

Importante ressaltar que *Vendors* internacionais detentores da tecnologia e acostumados ao serviço de consolidação e distribuição de cotações já atuam no Brasil, sendo que alguns deles já importaram a tecnologia para os seus *Data Centers* locais. Para estes *Vendors*, o custo seria extremamente marginal e o tempo de implementação diminuído.

v. **Administradores de mercado deveriam poder cobrar pelo fornecimento de dados sobre cotações e ordens executadas aos consolidadores ?**

Os Administradores de mercado são os detentores do sistema de negociação, onde são formados os *books* de cotações de suas respectivas bolsas. Tais dados são utilizados pelos intermediários, *Vendors* e clientes finais para alimentar seus sistemas de negociação e/ou risco. Portanto, recai sobre os Administradores de Mercado a obrigação de disponibilizar tais dados em tempo real aos participantes.

Nesse sentido, os administradores deveriam também consolidar dados e repassá-los aos *vendors*?

Nossa resposta é negativa. Inicialmente, conforme *paper*⁵⁸ publicado em 2011, o mercado pode perder liquidez, aumentar o custo de capital e sofrer deterioração de seus preços, na medida em que as bolsas se beneficiam do sistema, ao criar custos para os geradores de liquidez.

Nossa visão é que as entidades Administradoras de Mercado devem focar na administração e desenvolvimento do mercado, cobrando dos intermediários ou clientes finais pela venda de suas cotações a um preço justo, sem que penalize a estrutura de mercado e os agentes criadores de liquidez.

Cabe ao Regulador assegurar que tal disponibilização seja feita via acordos comerciais razoáveis, a preços competitivos e que reflitam o tipo de serviço prestado. Entendemos que tais modelos comerciais devam ser pré-aprovados pelo Regulador que, por consequência, irá monitorar se sua aplicação está indo de acordo com as necessidades do mercado.

Conforme colocado na resposta a Questão 3 da audiência, reprovamos que Administradores de Mercado atuem como *vendors*, firmando com intermediários acordos comerciais que cobram valores atrelados ao número de usuários que vão acessar os dados através do intermediário. Para o mesmo, os Administradores de Mercado deveriam constituir empresas de *vendor* para que possam, aí sim, manter este tipo de acordo caso seja o *vendor* escolhido pelo Intermediário.

Não deverá existir distinção de modelo comercial para a distribuição dos dados de mercado (cotações e execuções) pelos Administradores de Mercado para com intermediários, *Vendors* e clientes finais – sendo estes consolidadores ou não.

- vi. **Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre a fita consolidada e consolidadores que julgar relevantes.**

⁵⁸ Ye, M., O'Hara, M., Yao, C. Forthcoming. What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data. Illinois College of Business, 2011.

6. Supervisão, Autorregulação e Normatização (resposta item 5 da audiência)

i. Quais seriam os aspectos positivos e negativos da estrutura atual de Autorregulação em existindo diversas bolsas concorrentes?

No entendimento doutrinário, a autorregulação se origina da *“necessidade natural de se organizar as atividades de uma agremiação de associados”*. Entende-se que o autorregulador acompanha com maior acuidade, sensibilidade, experiência e presteza o mercado que se encontra sob a sua tutela⁵⁹.

No mercado financeiro, as estruturas bursáteis representam um campo evidente para a autorregulação, dadas as necessidades de organização e de administração de sistemas de negociação, assim como a necessidade de proteção dos mecanismos de formação de preços⁶⁰. Segundo a doutrina⁶¹, *“as normas internas, as quais os membros das bolsas de valores se submetem voluntariamente muitas vezes são mais eficazes do que as normas emanadas do Poder Público. Tal eficácia decorre do fato de tais normas autorregulação serem elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias do mercado”*.

A autorregulação traz grandes benefícios em termos de eficiência, uma vez que as entidades responsáveis pela regulação estão em contato direto com as operações de mercado e com as necessidades de seus participantes. Como resultado, tem-se não apenas a produção de regras mais coerentes e adequadas às demandas de mercado, mas também uma possível redução de custos incorridos no desempenho de atividades regulatórias. Fossem tais atividades completamente desempenhadas pelo Estado, certamente demandariam maiores esforços e recursos para se atingir um nível equivalente de qualidade, dada a menor familiaridade e proximidade dos órgãos estatais com a realidade dos mercados⁶².

⁵⁹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Editora Elsevier, 2ª ed., 2009, página 212.

⁶⁰ YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Editora Elsevier, 2ª ed., 2009, página 213.

⁶¹ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Editora Renovar, 2ª ed., 2008, páginas 197 e 198.

⁶² A esse respeito, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador de valores mobiliários dos Estados Unidos da América, destacou no Relatório da SEC, que *“[C]ongress favored self-regulation for a variety of reasons. A key reason was that the cost of effectively regulating the inner-workings of the securities industry at the federal level was viewed as cost prohibitive and inefficient”*. (Relatório SEC, disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm> em 11 de setembro de 2013).

Ademais, argumenta-se que a autorregulação pode alcançar temas da prática e ética negociais que seriam de outra forma inatingíveis por uma regulação puramente estatal⁶³. Nesse sentido, a participação da indústria no processo de regulação aumenta a consciência dos participantes, com relação a problemas a serem enfrentados, e legitima as iniciativas regulatórias implantadas, aumentando a probabilidade de obediência às regras⁶⁴.

No Brasil, as atividades de autorregulação em mercado de bolsa e em mercado de balcão organizado encontram fundamento, por exemplo, nos arts. 8º, §1º, e 17, parágrafo único, da Lei nº 6.385/1976⁶⁵.

A estrutura atual de autorregulação dos mercados regulamentados de valores mobiliários, emanada da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“ICVM 461/07”), permite a existência de múltiplas entidades administradoras de mercado autorizadas pela CVM, contando cada uma delas com um departamento de autorregulação, ou associação, sociedade controlada ou sob controle comum, encarregada das atividades de autorregulação.

Nos termos da ICVM 461/07, ficaram definidas, entre outras atribuições, as seguintes funções para cada entidade administradora e respectiva entidade ou departamento de autorregulação:

a) a entidade administradora deve, entre outras atribuições, aprovar regras sobre (i) condições para admissão, permanência, suspensão e exclusão de pessoas autorizadas a operar

⁶³ Conforme observado por William O. Douglas, ex-diretor da SEC, “*Self-regulation [...] can be pervasive and subtle in its conditioning influence over business practices and business morality. By and large, government can operate satisfactorily only by proscription. That leaves untouched large areas of conduct and activity; some of it susceptible of government regulation but in fact too minute for satisfactorily control; some of it lying beyond the periphery of the law in the realm of ethics and morality. Into these larger areas, self-government, and self-regulation alone, can effectively reach*”. Discurso para o Bond Club de Hartford em 1938, citado na resposta ao Relatório da SEC, encaminhada pela antiga *National Association of Securities Dealers* (NASD), (disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/rrglauber031505.pdf> em 11 de setembro de 2013)

⁶⁴ Como aponta a NASD em sua resposta ao Relatório da SEC, “[...] *the participation by those regulated raises the level of consciousness of regulation in the industry and increases the likelihood of compliance and peer scrutiny. Extensive industry participation in self-regulatory processes encourages awareness of regulatory issues as well as enhances acceptance of self-regulatory initiatives and has the benefit of contributing to a strong compliance culture within firms that participate in the development of the rules*”. (disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/rrglauber031505.pdf> em 11 de setembro de 2013)

⁶⁵ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...)

§1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

nos mercados por ela administrados, bem como sobre classes, direitos e responsabilidades das mesmas e (ii) operações permitidas nos mercados por ela administrados, condições para admissão de valores mobiliários à negociação em tais mercados, bem como hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação; e

b) a entidade ou departamento de autorregulação deve, entre outras atribuições, (i) fiscalizar e supervisionar as operações cursadas nos mercados que estejam sob sua responsabilidade e as pessoas autorizadas a operar neles, bem como o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado, (ii) instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar, (iii) propor a aplicação de penalidades, e (iv) tomar conhecimento das reclamações efetuadas quanto ao funcionamento dos mercados organizados sob sua responsabilidade, acompanhando seu andamento e as medidas decorrentes de seu recebimento.

Na estrutura descrita acima, coerentemente com a lógica da autorregulação, determinadas atividades são reguladas por entidades que têm familiaridade com a complexidade das operações de valores mobiliários (i.e., as próprias entidades administradoras), de modo a permitir a criação de regras mais adequadas à indústria.

Ainda, a disciplina normativa da autorregulação, sob a ICVM 461/07, visa assegurar independência entre atividades negociais e atividades de autorregulação, por meio dos seguintes conceitos:

a) dever da entidade administradora de manter equilíbrio entre interesses próprios e o interesse público, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados (art. 14 da ICVM 461/07);

b) maioria independente dos membros do conselho de administração da entidade administradora, que deverá contar obrigatoriamente com comitê de auditoria (arts. 25 e 27 da ICVM 461/07);

c) existência de departamento de autorregulação e de conselho de autorregulação como órgãos funcional e financeiramente autônomos em relação à administração das entidades administradoras e sujeitos a um Código de Conduta (Artigos 37 e 41 da ICVM 461/07);

d) composição do conselho de autorregulação com dois terços de membros independentes (art. 47 da ICVM 461/07);

e) prestação de informações periódicas para a CVM sobre as atividades de supervisão do mercado (art. 44 da ICVM 461/07);

- f) divulgação de demonstrações financeiras das entidades administradoras (art. 31, parágrafo 4º da ICVM 461/07); e
- g) limites de concentração de composição acionária e voto em relação a membros que são corretoras (Artigos 34 e 35 da ICVM 461/07).

Os conceitos acima são reconhecidamente salutares e, conforme expresso no Edital de Audiência Pública nº 06/2007, relativo à ICVM 461/07, demonstram louvável propósito de *“construir uma estrutura orgânica que preservasse as funções de autorregulação e fiscalização das pressões do cotidiano das Entidades Administradoras, provenham elas dos próprios sócios, no caso das estruturas mutualizadas, ou, no caso das estruturas desmutualizadas, dos interesses comerciais de curto prazo dos acionistas e administradores”*⁶⁶.

Entendemos, contudo, que os conceitos acima não são suficientes para assegurar um nível ótimo e necessário de independência e de eficiência regulatória, particularmente em nova situação de concorrência entre entidades administradoras de mercados⁶⁷.

Note-se que o sistema de autorregulação pode trazer consigo certos conflitos de interesse inerentes à sua própria concepção⁶⁸. Ao atribuir à própria indústria o dever e o poder de se autogovernar, incorre-se o risco de que as atividades e as preocupações de mercado influenciem negativamente nas funções regulatórias⁶⁹. Nesse sentido, parece-nos que a atual lógica de autorregulação apresenta diferentes aspectos gerais negativos, os quais destacamos abaixo.

1. Conflitos de interesse

a) Conflitos internos às entidades administradoras

⁶⁶ Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf.

⁶⁷ Os desafios relacionados à concorrência entre mercados não passaram despercebidos quando da divulgação do [Edital de Audiência Pública nº 06/2007](#), tendo a CVM se manifestado à época no seguinte sentido: *“Se, por um lado, o advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas, por outro lado, traz uma preocupação real com divisão de liquidez entre os mercados (fragmentação) que pode comprometer a formação de preço, gerar aumento de spreads e dificuldades para a supervisão”*.

⁶⁸ Corroborando essa ideia, observa-se no Relatório da SEC que *“[i]nherent in self-regulation is the conflict of interest that exists when an organization both serves the commercial interests of and regulates its members or users”*. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>

⁶⁹ O risco acima não é estranho à CVM, que, no contexto da desmutualização das bolsas, externou sua preocupação em 2007, por ocasião do Edital de Audiência Pública nº 06/2007, nos seguintes termos: *“A mudança nos objetivos de negócio e na estrutura de propriedade das bolsas levanta questões regulatórias que têm sido objeto de atenção pelas autoridades de mercado de capitais de todo mundo. Essas questões estão ligadas, principalmente, aos efeitos que as alterações em seus objetivos e em sua estrutura de propriedade projetam sobre as atribuições de autorregulação das bolsas e ao modo adequado de acompanhamento e supervisão dessas entidades, já agora sob a forma desmutualizada, pelos órgãos reguladores”*.

A incumbência de autorregulação dada a entidades administradoras, sob a forma de competências para aprovar regras e para estruturar uma entidade ou departamento de autorregulação específico, pode implicar, nos casos em que aquelas entidades visem ao lucro, conflitos entre a atividade de autorregulação e outras demandas das entidades administradoras que sejam vinculadas à sua geração de receita.

Entende a doutrina que atividades não geradoras de lucro, como a de autorregulação, poderiam ser desprestigiadas ou, *“em prol da atração de um maior número de participantes e da consecução de maior liquidez para seus mercados (e, como decorrência, de maior rentabilidade para a própria instituição)”*, até mesmo flexibilizadas em suas regras e procedimentos⁷⁰.

Ainda que, sob a ICVM 461/07, almeje-se assegurar autonomia funcional e financeira da entidade ou departamento de autorregulação, em relação à entidade administradora, a atribuição de competências normativas relevantes à última, bem como de outras funções da autorregulação a determinado departamento da entidade administradora, ou a associação ou sociedade controlada, ou submetida a controle comum, parece alimentar o conflito descrito acima.

Note-se, por exemplo, que a BM&FBOVESPA é, hoje em dia, associada mantenedora da BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (“BSM”), e titular de quotas representativas de 99,99% do seu patrimônio social. O Banco BM&F de Serviços de Liquidação e Custódia S.A. cumpre o papel de segundo associado da BSM, sendo que a admissão de novos associados depende de decisão unânime dos atuais⁷¹.

Em sua condição de associada mantenedora, a BM&FBOVESPA tem o direito de (a) recorrer, ao conselho de supervisão da BSM, das decisões do diretor de autorregulação da BSM, nos casos previstos nas disposições legais e regulamentares; e (b) ter acesso a documentos da BSM, exceto quando, a critério do Diretor de Autorregulação, forem considerados sigilosos⁷².

Ainda, por meio do seu controle sobre as deliberações em assembleia geral da BSM, a BM&FBOVESPA tem poderes para aprovar, entre outras matérias, (a) o valor das contribuições e taxas a serem cobradas dos associados e das pessoas/entidades para as quais a BSM preste serviços ou suporte administrativo; (b) a proposta orçamentária e a proposta anual de trabalho da BSM; e (c) a eleição e destituição dos membros do comitê de supervisão⁷³.

⁷⁰ YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Editora Elsevier, 2ª ed., 2009, página 139.

⁷¹ Art. 9º, §1º do Estatuto Social da BSM.

⁷² Art. 10º do Estatuto Social da BSM.

⁷³ Art. 16 do Estatuto Social da BSM.

Na prática, ainda que haja previsões normativas de autonomia da entidade ou departamento de autorregulação, assim como de independência dos membros do conselho de autorregulação, parece-nos a autorregulação tal como hoje estruturada depende essencialmente dos esforços da entidade administradora, cujo objetivo primordial, para a qual tende a direcionar seus maiores recursos e melhores quadros, é a geração de lucro.

Adicionalmente, como melhor tratado na seção 6, “ii” “4”, abaixo, a atual estrutura de autorregulação pode prejudicar sua essencial função de fiscalização e punição das próprias entidades administradoras, que são suas mantenedoras.

b) Conflitos relativos aos participantes

Conforme analisa a doutrina⁷⁴, as “bolsas, enquanto entidades autorreguladoras, são responsáveis por editar regras disciplinando diversos aspectos dos negócios realizados por seus participantes, bem como por assegurar a aplicação de tais regras, fiscalizando a ocorrência de eventuais infrações e, quando necessário, impondo penalidades por tais infrações. Por outro lado, o fato de corretores membros serem, na estrutura tradicional, os “donos” da bolsa e, conseqüentemente, os responsáveis, em última análise, pela maioria das decisões por ela tomadas, pode resultar em pressões para que a atividade autorregulatória, especialmente aquela referente à fiscalização e aplicação de penalidades, seja exercida de forma menos rigorosa, de modo a não prejudicar os negócios dos associados”.

Conflitos relativos aos participantes das entidades autorreguladoras ou das entidades administradoras podem surgir, por exemplo, quando algum participante financia ou controla qualquer dessas entidades⁷⁵.

Esse risco não é estranho à atual regulamentação da CVM, a qual impõe limites de concentração de composição acionária e voto em relação a membros de entidades administradoras que sejam corretoras (Artigos 34 e 35 da ICVM 461/07). De outro lado, é inevitável que participantes sejam diferenciados, em sua relação com a entidade administradora, em função, por exemplo, das condições que devam cumprir para ter acessos aos mercados⁷⁶ ou das garantias ou contribuições que lhe sejam exigidas para cobertura do

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Editora Renovar, 2ª ed., 2008, página 199.

⁷⁵ No Relatório da SEC, menciona-se a esse respeito que “[p]ressures that inhibit effective regulation and discourage vigorous enforcement against members can arise for a variety of reasons, including member domination of SRO funding, member control of SRO governance, and member influence over regulatory and enforcement staff. In addition, the economic importance of certain SRO members may create particularly acute conflicts, especially in light of the consolidation of some of the largest securities firms”. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>

⁷⁶ Vide, por exemplo, Ofício Circular nº 078/2008 – DP da BM&FBOVESPA.

Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP, as quais variam de acordo com a categoria do emissor e/ou volumes negociados.

Conflitos também podem surgir quando um participante exerce influência relevante sobre a determinação da regulamentação ou quando tenha alguma vantagem em relação aos demais participantes (como, por exemplo, maior acesso a informação ou capacidade operacional aprimorada para lidar com a entidade administradora).

É possível ainda vislumbrar a situação em que uma entidade deixe de agir com a devida imparcialidade, ao fiscalizar e punir um participante que é acionista ou *stakeholder* relevante de uma entidade administradora concorrente.

c) Conflitos relativos às operações

Conflitos de interesse em relação às operações de mercado podem surgir como consequência do aumento da competição entre entidades administradoras, em que aumenta também a flexibilidade dos participantes para direcionar as suas ordens entre as diversas entidades administradoras.

Nesse contexto, qualquer entidade ou departamento de autorregulação vinculado à determinada entidade administradora poderá estar menos inclinado a aplicar com rigor as regras de autorregulação, caso tal aplicação possa incentivar provedores de alta liquidez a redirecionarem suas ordens para outro mercado. Em outras palavras, a entidade ou departamento de autorregulação pode se ver pressionado a permitir atividades que atraiam ordens para o seu mercado regulado⁷⁷.

d) Conflitos relativos aos emissores

Conflitos de interesse em relação a emissores de valores mobiliários podem surgir em decorrência do aumento da competição entre as entidades administradoras, para atrair e reter companhias listadas em seus mercados, potencialmente estimulando entidades ou departamentos de autorregulação vinculados às referidas entidades administradoras a exercer fiscalização e punição menos rigorosas.

Especificamente, a competição por listagem de companhias pode desincentivar entidades administradoras a aprovar e aplicar regras de listagem mais criteriosas, que estimulem um melhor nível de governança corporativa. No mesmo caminho, empresas de relevância, que possam, mediante negociação dos valores mobiliários de sua emissão, gerar receitas

⁷⁷ Nesse sentido, menciona-se no Relatório da SEC que “[a]s competition among markets grows, the markets that SROs operate will continue to come under increased pressure to attract order flow. This business pressure can create a strong conflict between the SRO regulatory and market operations functions. Because increasing inter-market competition has provided members (and those that represent their orders through members) with increasing flexibility as to where to direct order flow, SRO staff may be less inclined to enforce vigorously SRO rules that would cause large liquidity providers to redirect order flow”.

significativas para a entidade administradora de determinado mercado), dificilmente teriam referidas negociações interrompidas, devido ao impacto de receita correspondente.

e) Conflitos relativos aos acionistas

Conforme mencionado acima, o fito de lucro das entidades administradoras desmutualizadas pode interferir negativamente em suas atribuições regulatórias. Tais entidades poderão, por exemplo, dedicar recursos insuficientes para as atividades regulatórias, ou ainda, usar suas atribuições disciplinares como fonte geradora de receita, em atendimento ao interesse dos acionistas por resultados.

Conflitos de interesse em relação a acionistas podem também surgir, caso um acionista da entidade administradora tenha, por exemplo, maior interesse na aplicação de multas sobre determinados participantes, cuja atividade comercial não lhe seja desejada.

2. Duplicação de regras

A aprovação de regras duplicadas e potencialmente conflitantes entre entidades ou departamentos de autorregulação pode gerar aumento de custos de *compliance* para participantes de diferentes mercados e dificultar esforços de uniformização e segurança jurídica pela CVM.

Além disso, a duplicação de regulamentação pode incentivar a realização de “arbitragem regulatória” por participantes de mercado. Por meio de referida arbitragem, participantes poderiam orientar suas decisões a respeito de quais mercados utilizar, com base na flexibilidade e possível leniência de regras e procedimentos de fiscalização e disciplina sancionatória de cada um dos mercados existentes.

3. Dificuldades de fiscalização entre mercados

Ao permitir-se a negociação em múltiplos mercados, aumenta a possibilidade de participantes eventualmente envolvidos em operações irregulares disfarçarem-nas por meio da dispersão de negociação entre vários mercados.

Nesse cenário, a fiscalização e aplicação de sanções a participantes por diferentes entidades ou departamentos de autorregulação demonstra-se complexa e custosa. Correm-se, conseqüentemente, riscos de impunidade de participantes, em razão da dificuldade de produção de provas e de condução de processos administrativos paralelos, bem como de dupla e injusta persecução de acusados⁷⁸.

⁷⁸ Em paralelo à discussão acerca da atual estrutura de autorregulação, para minimizar a prática descrita acima, os sistemas de dados de cada um dos mercados devem ser interligados e compatíveis, de modo que as informações de um mercado sejam capturadas por outro mercado, facilitando a análise de potenciais violações regulatórias.

ii. Considerando a hipótese de diversas bolsas concorrentes, a estrutura atual de Autorregulação seria adequada?

A existência de concorrência entre entidades administradoras pode acentuar atuais ineficiências regulatórias. A fim de acompanhar as mudanças estruturais de mercado e evitar indesejadas distorções, entendemos que o tratamento normativo dado, hoje em dia, à autorregulação mereceria certo aprimoramento.

Além dos aspectos gerais negativos da atual lógica de autorregulação, destacados sob a seção 6, “i”, acima, listamos abaixo, exemplificativamente, alguns pontos da atual regulamentação da CVM que, em nossa percepção, geram insegurança entre agentes de mercado, e que, em novo cenário de concorrência, poderão se tornar mais graves.

1. Competência para aprovação de normas

Sob a regulamentação atual, a entidade ou departamento de autorregulação não regula, efetivamente, os mercados que lhe são relevantes. Em outras palavras, não tem competência para aprovar normas relativas a participantes ou ao funcionamento dos mercados.

Segundo a doutrina⁷⁹, “ao regulamentar as atividades de autorregulação em bolsa, por intermédio da ICVM 461/2007, a CVM optou por restringir o que se deveria entender por autorregulação, tratando sob tal rubrica apenas as atividades de supervisão de mercado e de fiscalização e de aplicação de penalidades. Nesta linha, o Relatório de Análise SDM do Processo nº RJ2003/11142, em que foram sintetizados os resultados da audiência pública a que foi submetida uma versão preliminar daquela norma (a audiência pública nº 06/2007), destaca em seu item 3.5 que a autarquia entende que autorregulação ‘significa, fundamentalmente, enforcement’”.

A lógica acima pode ser observada, por exemplo, nos arts. 36 e 42 da ICVM 461/07, que atribuem à entidade autorreguladora a responsabilidade pela fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.

De outro lado, a CVM não reserva toda competência normativa para si. Nos termos do art. 15 da ICVM 461/07, cabe à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, (a) condições para admissão e permanência de participantes; (b) procedimento de admissão, suspensão e exclusão de participantes, (c) definição das classes, direitos e responsabilidades de

⁷⁹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Editora Elsevier, 2ª ed., 2009, página 214.

participantes, (d) definição de operações permitidas, (e) definição sobre estruturas de fiscalização dos negócios realizados, (f) condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários, (g) hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação, e (h) criação e funcionamento do departamento de autorregulação.

Em face da disposição acima, a entidade administradora propõe e aprova uma série de normas relevantes, inclusive relacionadas às funções de autorregulação e fiscalização de negócios.

Não questionamos que possa caber à entidade administradora regular certas matérias específicas às suas atividades. Entretanto, a opção adotada pela ICVM 461/07, acima, oferece riscos à independência entre as funções da administradora de mercados e as funções da entidade ou departamento de autorregulação, uma vez que a competência normativa da entidade administradora interfere diretamente sobre as atividades da entidade ou departamento de autorregulação.

Mais gravemente, em novo cenário de concorrência entre entidades administradoras, a possibilidade de que cada uma destas aprove suas próprias normas sobre temas abrangentes geraria relevantes riscos de conflito de interesses, e de duplicação e arbitragem regulatória.

Ainda, a separação da competência normativa das atribuições de “*enforcement*” poderá fazer com que as entidades ou departamentos de autorregulação tenham menor familiaridade com as normas que devem aplicar e, pior, que os integrantes dessas entidades (que, idealmente, deveriam incluir diversos agentes do mercado) sejam impedidos de contribuir, com suas experiências e pontos de vista diferenciados, com a propositura de normas. Ao reservar-se a aprovação de normas às entidades administradoras, entendemos que apenas a visão destas será contemplada, com efeitos adversos sobre a qualidade e especialidade normativas pretendidas pela autorregulação.

2. Competência para fiscalização e julgamento

A ICVM 461/07 não reserva às entidades ou departamentos de autorregulação a totalidade das atividades de supervisão, fiscalização de operações ou participantes, ou de julgamento de práticas potencialmente irregulares.

De fato, encontram-se previstas, na ICVM 461/07, por exemplo:

a) a competência das entidades administradoras para definição de estruturas de fiscalização dos negócios realizados (consequentemente permitindo-se às mesmas que criem mecanismos e sistemas internos de fiscalização, não necessariamente vinculados às entidades ou departamentos de autorregulação) (art. 15, IV);

- b) a competência do conselho de administração das entidades administradoras de realizar o julgamento de recursos em hipóteses previstas no estatuto da respectiva entidade administradora ou em regulamento (art. 24, VI); e
- c) as competências do diretor geral das entidades administradoras para:
 - i) admitir, suspender ou excluir valores mobiliários da negociação (art. 28, II);
 - ii) promover o acompanhamento em tempo real e a fiscalização das operações realizadas nos mercados (art. 28, III);
 - iii) determinar cautelarmente a suspensão das atividades de intermediário (arts. 28, V e 64, II);
 - iv) decretar o próprio recesso, em caso de grave emergência (art. 64, I);
 - v) impedir a realização de certas operações em seus ambientes de negociação, quando existirem indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares (art. 64, III); e
 - vi) cancelar negócios realizados, desde que ainda não liquidados, ou suspender a sua liquidação, ou solicitar à entidade de compensação e liquidação a suspensão, caso haja indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares (art. 64, IV).

Evidentemente, cabe às entidades administradoras, as quais se encontram mais próximas do dia-a-dia dos mercados, tomar determinadas medidas urgentes e temporárias de modo a evitar a realização de práticas irregulares ou minimizar riscos à integridade do funcionamento dos mercados.

De outro lado, o exercício abrangente e autônomo de funções fiscalizatórias e julgadoras pelas entidades administradoras poderá gerar, sobretudo em cenário de concorrência, duplicação de esforços e custos, conflitos de atuação com as entidades ou departamentos de autorregulação, e conseqüente insegurança jurídica aos agentes de mercado.

Em nossa visão, a ICVM 461/07 deveria distinguir melhor as competências fiscalizatórias e julgadoras atribuídas, de um lado, às entidades administradoras e, de outro, às entidades ou departamentos de autorregulação, bem como, quando necessário, esclarecer especificamente quais dessas competências permaneceriam concorrentes.

3. Fiscalização e punição de emissores

Sob a atual regulamentação, parece-nos que o acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários pode ser obrigação tanto da entidade administradora (art. 36,

§1º da ICVM 461/07), quanto da entidade ou departamento de autorregulação (art. 48, Parágrafo único da ICVM 461/07).

Na hipótese do acompanhamento descrito acima for atribuído à entidade administradora, encontra-se previsto que a entidade ou departamento de autorregulação será encarregado de fiscalizar e supervisionar o cumprimento, pela entidade administradora, da correspondente obrigação.

Ao analisarmos o estatuto social da BSM, parece-nos que a atividade de acompanhamento das obrigações dos emissores não teria sido expressamente atribuída à entidade de autorregulação. Consequentemente, seria dever da BM&FBOVESPA acompanhar o cumprimento de obrigações dos emissores, assim como dever da BSM fiscalizar e supervisionar referida incumbência da BMF.

Reforçando a leitura acima, notamos que, em 13 de dezembro de 2011, foi celebrado um Convênio de Cooperação entre a CVM e a BM&FBOVESPA para o acompanhamento e fiscalização da prestação de informações pelos emissores de valores mobiliários negociados na BM&FBOVESPA (“Convênio”)⁸⁰.

O Convênio, administrado pelo titular da Superintendência de Relações com Empresas da CVM e pelo titular da Diretoria de Regulação de Emissores da BM&FBOVESPA, tem por objetivo organizar o trabalho de fiscalização das obrigações das companhias abertas, pela CVM, e dos emissores de valores mobiliários negociados na BM&FBOVESPA, pela própria BM&FBOVESPA, de forma a evitar sobreposição de esforços.

Nos termos do Convênio, ficou estabelecido que as atividades de fiscalização das informações arquivadas pelos emissores serão organizadas nos termos de um plano de trabalho, onde serão discriminadas (a) as informações periódicas e eventuais divulgadas pelos emissores que serão objeto de fiscalização conjunta das duas entidades; e (b) as atividades que serão exercidas por cada uma delas, com indicação dos prazos de atuação.

Referido plano de trabalho parece, entretanto, não estar integralmente à disposição para consulta pública⁸¹ e, sendo assim, a divisão de atribuições entre CVM e BM&FBOVESPA, no tocante à fiscalização de emissores, não resta totalmente evidente aos agentes de mercado.

⁸⁰ “Convênio que entre si celebram a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM e a BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS, para o acompanhamento e fiscalização da prestação de informações pelos emissores de valores mobiliários”. Disponível no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Conv%C3%AAnio%20BM&FBovespa.pdf>).

⁸¹ Em notícia veiculada no site da BM&FBOVESPA sobre o balanço do 1º trimestre do convênio com a CVM, a entidade esclarece que o Plano de Trabalho, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2012, elenca os documentos que serão acompanhados pela bolsa, o foco da supervisão a ser exercido em cada um deles e os prazos que devem ser aplicados. Além disso, a notícia esclarece que a atuação da sua Diretoria de Regulação de Emissores - DRE envolve a notificação das companhias listadas, para alertá-las sobre o cumprimento do dever de divulgação de informações. Todas as comunicações encaminhadas pela bolsa aos emissores devem ser encaminhadas com cópia para a equipe da Superintendência de Relações com Empresas – SEP. Nos casos em que as exigências da Bolsa não sejam atendidas nos prazos assinalados, a SEP é informada para reiterá-las, sob cominação de multa. Persistindo o descumprimento, a SEP adota as medidas cabíveis. Informações encontram-se disponíveis em

O tratamento normativo, descrito acima, não nos parece suficientemente claro, inclusive em relação à abrangência do acompanhamento das obrigações dos emissores, tanto por entidades administradoras, quanto por entidades ou departamentos de autorregulação. Ainda, parece-nos potencialmente prejudicial, a emissores e demais agentes de mercado, a falta de informações completas a respeito da estrutura e atuais práticas de supervisão, fiscalização e disciplina sancionatória de emissores, por parte de entidades administradoras e/ou entidades ou departamentos de autorregulação.

Em novo cenário de concorrência entre entidades administradoras, a questão acima pode se tornar ainda mais sensível, uma vez que emissores e outros agentes poderão ter pouca segurança a respeito do tema e dos riscos de fiscalização ou punição relativos às atividades dos emissores.

4. Fiscalização e punição de entidades administradoras

Segundo a regulamentação vigente, a entidade ou departamento de autorregulação é responsável por fiscalizar e supervisionar as atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela entidade administradora (art. 36 da ICVM 461/07), bem como por aplicar penalidades aos integrantes dos órgãos de administração da referida entidade (art. 48 da ICVM 461/07).

No entanto, não temos informação sobre processo ou decisão que já tenha sido aplicada, por exemplo, pela BSM, em face da BM&FBOVESPA.

Sob novo cenário de concorrência, em que haverá parâmetros comparativos mais claros para medirem-se a regularidade e eficiência de atuação das entidades administradoras, será ainda mais relevante que entidades ou departamentos de autorregulação tenham atuação efetiva na fiscalização e punição de entidades administradoras.

Assim é que a atual estrutura da IN 461/07, que privilegia a relação próxima (embora sob princípios de autonomia funcional e financeira) entre cada entidade administradora e a respectiva entidade ou departamento de autorregulação, pode merecer reavaliação nesse tocante.

5. Competências concorrentes com a CVM

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/BMFBOVESPA-e-CVM-apresentam-balanco-do-1o-trimestre-2012-04-19.asp>, e em apresentação que acompanha a notícia, localizável em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/CVM-Palestra-Bolsa-19-04-2012.pdf>.

Ademais, o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 002/2012, de 26 de março de 2012, que consolida os Ofícios Circulares emitidos anteriormente pela SEP, também menciona alguns aspectos do plano de trabalho, sem, no entanto, detalhá-lo. O referido ofício pode ser acessado em <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Of%C3%ADcio-Circular%20SEP%20n%C2%BA%2002-12%20-%20Orienta%C3%A7%C3%B5es%20Gerais.pdf>

Nos termos da ICVM 461/07, o investigado no âmbito da autorregulação pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação. Ainda, em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da autorregulação, a pena máxima prevista em lei deve ser calculada somando-se a pena imposta pela autorregulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza (art. 49, §§ 4º, 5º e 6º).

Ainda que seja razoável preservar-se o poder sancionatório da CVM, parece-nos que as disposições acima geram insegurança e enfraquecem a autorregulação.

A possibilidade de o investigado encontrar-se, após custosa conclusão de processo administrativo sancionador perante a entidade ou departamento de autorregulação, sob nova ou repetida acusação e potencial punição pela CVM, gera duplicação de esforços e insegurança aos agentes de mercado. De fato, o exercício amplo de defesa depende de acusados compreenderem claramente, e desde o início de sua investigação, as possibilidades e limites do exercício do poder sancionador, pela autoridade administrativa e/ou autorreguladora.

Em ambiente de concorrência entre entidades administradoras, especialmente se implicar multiplicidade de entidades ou departamentos de autorregulação, o problema descrito acima ficaria agravado.

Assim é que, em nossa opinião, a regulamentação da CVM mereceria revisão para, sem afastar as competências essenciais da própria CVM, fortalecer a autorregulação mediante inequívoca delegação de competências sancionatórias às autoridades de autorregulação e, no que for aplicável, oferecer tratamento normativo mais claro a respeito das hipóteses de cumulação de processos sancionadores perante a CVM e as entidades ou departamentos de autorregulação.

6. Auditoria e fiscalização de participantes

Nos termos da ICVM 461/07, a entidade administradora deve aprovar regras relativas às condições para admissão e permanência de participantes, e ao procedimento de admissão, suspensão e exclusão de participantes (art. 15, I e II).

Consequentemente, cabe à entidade administradora fiscalizar o cumprimento, pelos participantes autorizados, de todas as regras de acesso e de operação nos mercados administrados pela referida entidade, inclusive previstas nos regulamentos operacionais e contratos de acesso.

De outro lado, a entidade ou departamento de autorregulação também deve, naturalmente, fiscalizar participantes. No caso da BSM, tal atividade consistiria no *“emprego, de forma coordenada e contínua, de procedimentos de monitoramento dos mercados da BM&FBOVESPA e de inspeções em seus participantes”*, como o objetivo de *“verificar o cumprimento das normas legais e regulamentares pelas pessoas autorizadas a operar no mercado, apontar eventuais deficiências e acompanhar as medidas adotadas para saná-las”*. Para tanto, a BSM atuaria nas frentes de supervisão de mercado e auditoria de participantes⁸².

Nesse contexto, notamos no Regulamento do Participante da BM&FBOVESPA, por exemplo, que o participante deverá se submeter à supervisão, fiscalização e auditoria a ser realizada pela BM&FBOVESPA e pela BSM⁸³.

A sobreposição acima parece-nos potencialmente prejudicial. Gera-se confusão entre a entidade administradora e a entidade de autorregulação, cuja independência deveria ser assegurada, além de insegurança aos agentes de mercado e possível duplicação de esforços e custos.

De forma ainda mais grave, a confusão entre a verificação de cumprimento de condições de acesso, pela entidade administradora, e do respeito à regulamentação vigente, pela entidade de autorregulação, acaba por associar a relação contratual entre participante e bolsa com a relação fiscalizatória e sancionatória entre regulador e regulado.

Com o advento da concorrência entre entidades administradoras, a questão acima exige atenção, sob pena de referidas entidades encontrarem-se sob a censurável tentação de aproveitarem da sempre possível instauração de auditorias e fiscalizações para disciplinar irregularmente participantes, inclusive aqueles que possam ter interesse em operar em outras bolsas ou mercados.

Mais uma vez, o vínculo entre, de um lado, entidades administradoras e, de outro, entidades ou departamentos de autorregulação, consagrado na atual regulamentação, ainda que relativamente disciplinado por prescrições normativas de independência financeira e funcional, geraria – sob novo cenário de concorrência - relevantes riscos e potenciais distúrbios ao mercado e seus agentes.

7. Velocidade de execução de ordens

Nos termos do art. 73 da ICVM 461/07, o ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, de forma permanente: (a) a regular, adequada e eficiente formação

⁸² Informações disponíveis no site da BSM (<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ComoFunciona.asp>).

⁸³ Regulamento do Participante da BM&FBOVESPA, art. 1º, item VII.

de preços; (b) a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e (c) a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.

Conforme já comentamos em relação à seção 6, “i” “b” acima, o art. 5º da ICVM nº 380/02 prevê que cada corretora eletrônica deve medir continuamente a capacidade de atendimento aos seus clientes através de indicadores de capacidade. Resumidamente, entendem-se como indicadores de capacidade o tempo decorrido (a) entre o envio de uma ordem pelo cliente e a devida resposta da corretora, (b) entre a resposta da entidade autorreguladora à corretora, confirmando se a ordem foi ou não registrada e o envio, pela corretora, dessa informação ao cliente, e (c) entre o recebimento, pela corretora, da confirmação da execução ou cancelamento de oferta anteriormente registrada, e a devida atualização na sua base de dados, com a liberação da informação ao cliente.

Nos termos do §4º do art. 5º da ICVM nº 380/02, as entidades autorreguladoras⁸⁴ devem definir limites minimamente aceitáveis para cada um dos indicadores acima, comunicando-os imediatamente à CVM.

Parece-nos que a própria BM&FBOVESPA teria fixado esses parâmetros, incluindo valores médios e de pico, bem como percentuais máximos toleráveis de desconformidade, a fim de acompanhar seu cumprimento pelas corretoras eletrônicas⁸⁵. Não tivemos acesso a referidos parâmetros.

Entendemos que a definição dos parâmetros dos indicadores de capacidade das corretoras eletrônicas deve ser de competência apenas da entidade ou departamento de autorregulação, e não da entidade administradora. Ainda, tais parâmetros devem ser acessíveis publicamente e os resultados da verificação de seu cumprimento, pela entidade ou departamento de autorregulação, devem ser comunicados às correspondentes corretoras eletrônicas.

Hoje em dia, desconhece-se, sem que qualquer dificuldade técnica o justifique, a real velocidade de processamento dos sistemas de execução de ordens de entidades administradoras no Brasil. Ocorre que o conhecimento público do assunto e a rigorosa fiscalização a respeito serão críticos sob novo cenário de concorrência entre entidades administradoras.

Apenas mediante adequada atuação, por parte das entidades ou departamentos de autorregulação, em relação a esse tema, e divulgação das informações necessárias pelas entidades administradoras, será possível aos intermediários, em atendimento ao critério de

⁸⁴ A ICVM 380/02 inclui na definição de “entidades autorreguladoras” as “*bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e de futuros*”. Contudo, tal instrução foi editada anteriormente à ICVM 461/07 e, portanto, não compreende a segregação de atribuições negociais e autorreguladoras das bolsas, um dos pilares da ICVM 461/07.

⁸⁵ Informação disponível no Relatório Anual 2006 da Bovespa (http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/relatorio_ombudsman2006.pdf).

velocidade do “*best execution*” (vide seção 2, acima), medir adequadamente o tempo de execução das ordens, adotar as melhores condições disponíveis e informar os seus clientes a respeito.

iii. Caso a resposta seja negativa: Qual a estrutura mais adequada? Fundamente a resposta. No caso de indicar a centralização de algumas atividades hoje sob um único autorregulador, que salvaguardas precisariam ser consideradas? A estrutura proposta implicaria custos adicionais para a sua atividade? A organização da estrutura proposta implicaria em que tipos de custos de implantação e manutenção? Como eles deveriam e poderiam ser financiados?

Considerados os aspectos gerais negativos da atual lógica de autorregulação, destacados sob a seção 6 “i”, acima, e os pontos de insegurança da atual regulamentação da CVM, descritos na seção 6 “ii”, acima, propomos que seja adotado, no Brasil, um sistema híbrido de autorregulação.

O sistema de híbrido de autorregulação compreende uma única entidade privada independente de autorregulação, à qual são atribuídas diferentes funções normativas, fiscalizatórias e punitivas, e diferentes entidades administradoras, que preservam, em maior ou menor dimensão, certas competências normativas relativas a assuntos específicos aos seus mercados.

1. Experiência internacional
 - a) Mercado norte-americano

O mercado de valores mobiliários norte-americano é fortemente baseado em autorregulação, tendo sua estrutura legal inicial sido implantada nos anos 30, após a crise de 1929. Com o passar do tempo, mudanças estruturais dos mercados, como a desmutualização das bolsas e consequentes conflitos entre atividades regulatórias e comerciais, ofereceram novos desafios à autorregulação e estimularam alterações às suas regras.

Mais recentemente, o aumento de concorrência entre bolsas também incentivou as autoridades norte-americanas a enfrentar ineficiências e aprimorar o seu sistema. Assim é que, em 2005, a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) convocou agentes de mercado a pronunciarem-se acerca de potenciais soluções para novos problemas, nos termos do *Concept Release* No. 34-50700⁸⁶ (“Relatório da SEC”).

⁸⁶ <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.

No Relatório da SEC, encontram-se descritos a evolução do sistema regulatório de valores mobiliários nos Estados Unidos, os problemas decorrentes da nova estrutura de mercado e as alternativas de sistemas regulatórios que poderiam ser adotadas.

Dentre as alternativas acima, o sistema híbrido de autorregulação obteve retorno positivo de vários agentes de mercado, incluindo a antiga *National Association of Securities Dealers (NASD)*⁸⁷, a *Securities Industry Association*⁸⁸ e o *Centre for Financial Market Integrity (CFA)*⁸⁹. Parte desse retorno é utilizado como fundamento para a nossa proposta de autorregulação brasileira, descrita abaixo.

Nos E.E.U.U., a partir das discussões relativas ao Relatório da SEC, e como consequência da atuação dos participantes de mercado, a estrutura atual de autorregulação é centrada na [Financial Industry Regulatory Authority \("FINRA"\)](#), entidade privada independente, que exerce o papel de autoridade autorreguladora na forma do sistema híbrido.

Criada em 2007, a FINRA é responsável pela regulamentação, fiscalização e aplicação de penalidades em relação ao licenciamento e funcionamento de seus membros, os quais são participantes do mercado de valores mobiliários⁹⁰.

A lei norte-americana⁹¹ prevê que os participantes de mercado devem ser membros de pelo menos uma entidade autorreguladora. São consideradas entidades autorreguladoras as bolsas de valores nacionais e as associações nacionais de valores mobiliários registradas na SEC. Atualmente, somente a FINRA parece ser registrada como associação nacional de valores mobiliários.

As entidades autorreguladoras acima têm a obrigação de aplicar as disposições da legislação norte-americana, normas administrativas e suas próprias normas em face dos seus membros. No entanto, a legislação permite que referidas entidades isentem-se da responsabilidade de desempenhar parte ou a totalidade dessas funções através da adoção de um plano conjunto a ser aplicado aos seus membros comuns⁹². Dentro desse contexto, a FINRA foi criada para aplicar determinadas normas relacionadas à admissão e funcionamento dos participantes comuns da antiga NASD e da *New York Stock Exchange (NYSE)*. Hoje em dia, a FINRA possui

⁸⁷ Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/rrglauber031505.pdf>.

⁸⁸ Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/melackritz030905.pdf>.

⁸⁹ Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/s74004-41.pdf>.

⁹⁰ Para mais informações sobre a FINRA, acesse www.finra.org.

⁹¹ *Securities Exchange Act*, de 1934, disponível em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁹² *Securities and Exchange Commission, Release No. 34-56148; File No. 4-544*, disponível em <http://www.sec.gov/rules/other/2007/34-56148.pdf>.

convênios com diferentes entidades administradoras, como a NYSE Euronext, a NASDAQ OMX e a *International Securities Exchange*.

Na prática, participantes de mercado são incentivados a registrar-se perante a FINRA como condição para realizarem operações com valores mobiliários, a não ser que cumpram determinados requisitos regulatórios e restrinjam suas operações tão somente a alguma bolsa de valores específica, de que sejam membros⁹³.

Dessa forma, a FINRA cria normas, supervisiona e pune participantes registrados. Penalidades podem incluir multas, suspensão e expulsão da indústria. Para terem efeito, as regras formuladas pela FINRA devem ser aprovadas pela SEC, após procedimento de audiência pública.

A FINRA é constituída na forma de uma associação sem fins lucrativos entre corretoras. A instituição possui um conselho de administração, responsável pela administração da entidade, formado por 22 membros, sendo dez representantes da indústria e onze representantes do público⁹⁴, além do diretor presidente.

Os representantes da indústria devem ser pessoas ligadas a corretoras registradas como membros da FINRA. Tais representantes são divididos nas categorias grande, médio ou pequeno, de acordo com o porte do associado que representam, e são eleitos apenas pelos membros da respectiva categoria. Os representantes da indústria ainda incluem uma pessoa vinculada à NYSE, uma pessoa vinculada ao mercado de seguros e uma pessoa vinculada a uma empresa de investimentos.

Os representantes do público, por outro lado, não podem ter qualquer relação relevante com corretores registrados como membros na FINRA ou com outras entidades autorreguladoras. Esses representantes são indicados por um comitê interno e eleitos pelos outros membros do conselho de administração. Os atuais representantes do público no conselho de administração da FINRA incluem, por exemplo, profissionais aposentados ligados ao mercado financeiro e professores universitários⁹⁵.

Além do direito de eleger membros do conselho de administração, na forma descrita acima, e de votar nas propostas de alteração ao estatuto social, os associados da FINRA não possuem qualquer outro direito de voto nos assuntos da entidade.

⁹³ Informação disponível em <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/bdguide.htm>.

⁹⁴ O estatuto social da FINRA requer que o número de representantes do público seja superior ao número de representantes da indústria.

⁹⁵ Informações disponíveis em <http://www.finra.org/AboutFINRA/Leadership/P009756>.

Assim é que a SEC, ao analisar o pedido de constituição da FINRA, considerou sua estrutura de governança adequada aos ditames legais locais, os quais impõem que uma associação nacional do mercado de valores mobiliários assegure representação justa de seus membros na composição do conselho de administração e na administração de seus negócios.

A SEC entendeu que a composição do conselho de administração permitia que o órgão levasse em consideração as necessidades do conjunto de pessoas e instituições afetadas pelas atividades da FINRA, tais como grandes e pequenos investidores, emissores e instituições que lidam com valores mobiliários em geral⁹⁶.

b) Mercado australiano

Em 2010, um novo sistema de regulação foi adotado, na Austrália, à época em que o cenário de concorrência de bolsas apresentou-se de forma mais evidente.

Antes, e, em alguns aspectos, semelhantemente à atual estrutura de autorregulação brasileira, a *Australian Securities Exchange* ("ASX"), maior bolsa de valores da Austrália, atuava sem concorrência relevante e possuía poderes de autorregulação, sendo responsável pela supervisão geral do mercado.

Com o advento da concorrência, o governo australiano afastou relevante parte dos poderes regulatórios da ASX, repassando-os à *Australian Securities and Investment Commission* ("ASIC"), órgão governamental regulador do mercado de valores mobiliários australiano.

Embora um modelo mais similar ao norte-americano tenha sido cogitado, o custo de se criar uma entidade privada independente para desempenhar tais funções foi considerado fator impeditivo. Assim, o governo optou por utilizar a estrutura já existente da ASIC⁹⁷.

Após a mudança legislativa, os poderes regulatórios das bolsas de valores ficaram restritos à edição, fiscalização e aplicação de normas concernentes às operações especificamente realizadas nos mercados por elas administrados, incluindo as de admissão, permanência e exclusão de participantes. Por outro lado, a ASIC ficou responsável pelas normas de funcionamento e conduta estabelecidas na legislação, tais como as relativas ao uso de informações privilegiadas e à manipulação de mercados, bem como de requisitos mínimos dos contratos e de divulgação obrigatória de informações⁹⁸.

⁹⁶ Release No. 34-56145; File No. SR-NASD-2007-023, disponível em <http://www.sec.gov/rules/sro/nasd/2007/34-56145.pdf>.

⁹⁷ Informações disponíveis em <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2010B00010/Explanatory%20Memorandum/Text>

⁹⁸ Informações disponíveis em <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2010B00010/Explanatory%20Memorandum/Text>

De fato, o novo modelo australiano não elege, conforme ocorre no sistema híbrido de autorregulação, uma única entidade privada independente de autorregulação. Entretanto, referido modelo baseia-se na ideia semelhante de atribuir-se a um único órgão – no caso, governamental - a regulação de determinados assuntos, de forma a harmonizar as regras e torná-las mais neutras e independentes, e manterem-se certas competências autorregulatórias especializadas junto às entidades administradoras de mercado.

2. Proposta para o mercado brasileiro

O sistema híbrido proposto para o Brasil seria composto por uma única entidade privada independente de autorregulação e, de acordo com o cenário de concorrência que venha a se instalar no Brasil, diferentes entidades administradoras de mercados.

Em nossa proposta, cada entidade administradora seria responsável somente pela elaboração das regras relativas às operações permitidas nos seus respectivos mercados, de modo que, sob rigorosa supervisão da CVM, possam fazer uso da sua *expertise* em relação ao funcionamento dos seus respectivos ambientes de negociação.

Caberia à entidade única de autorregulação a elaboração geral de regras, inclusive relativas à admissão, suspensão e exclusão de participantes, prática de margens, tratamento de contas de clientes, registro de representantes, práticas de venda, condutas de emissores, mecanismo de ressarcimento de prejuízos, “*best execution*”, entre outras. Além disso, a entidade única de autorregulação seria responsável pela fiscalização dos participantes e das operações realizadas, bem como pela instauração de procedimentos administrativos sancionadores.

A entidade única de autorregulação poderia ser constituída na forma de uma associação que teria como membros diversas entidades do setor, assegurando a participação efetiva de intermediários, emissores, investidores e entidades administradoras. Exemplo recente de esforço semelhante pode ser encontrado na constituição do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), cujo convênio de cooperação com a CVM foi recentemente celebrado⁹⁹.

Dessa forma, em evolução à estrutura de autorregulação atualmente existente no Brasil, permitiríamos a gama mais ampla de agentes regulados, e não apenas às administradoras de mercados, envolver-se ativamente na propositura de normas e nos procedimentos de supervisão e fiscalização. Por consequência, a autorregulação poderia resultar mais próxima da realidade e complexidade dos mercados, ativos e participantes, e mais eficiente na identificação de riscos à integridade dos mercados e no combate geral e indistinto a práticas irregulares.

A entidade única de autorregulação seria constituída por esforço e organização dos agentes privados envolvidos, com participação ativa da CVM em sua estruturação e formulação de

⁹⁹ Informações disponíveis em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/CVM-aprova-celebração-de-convenio-para-aproveitamento-da-atuação-do-CAF.asp>.

regras internas, de modo a permitir o seu reconhecimento normativo pela CVM e o cumprimento, por parte da entidade única de autorregulação, de todas as regras que lhe forem atribuídas pela CVM.

Caberia à CVM, apenas como exemplo, exercer fiscalização atenta sobre a estrutura de custos e taxas a serem aplicadas pela entidade única de autorregulação, de forma a dosá-la de acordo com o porte e funções de cada grupo de associados, evitando que determinados associados adquiram influência indevida sobre a entidade, ou que associados menores, com papel relevante no mercado, sejam afastados da propositura e acompanhamento das regras e procedimentos adotados pela entidade única de autorregulação.

A governança corporativa da entidade única de autorregulação atenderia aos ditames de autonomia funcional e financeira, com mecanismos rigorosos de independência dos membros do conselho de autorregulação e outros órgãos, além de limites à atuação de seus associados, de forma a garantir sigilo, afastar conflitos de interesse e neutralizar eventuais influências resultantes de contribuições financeiras.

Entendemos que o sistema híbrido, na forma estruturada acima, seria mais adequado para enfrentar os aspectos gerais negativos da atual lógica de autorregulação, destacados sob a seção 6 “i”, acima, e os pontos de insegurança da atual regulamentação da CVM, descritos na seção 6 “ii”, acima.

Em nosso entendimento, a entidade única de autorregulação teria melhores condições, comparativamente às entidades ou departamentos de autorregulação, vinculados às respectivas entidades administradoras, para lidar com:

- a) os conflitos internos às entidades administradoras, descritos na seção 6, “i” “1” “a”, acima, uma vez que suas funções estariam mais isoladas das atividades geradoras de lucro das entidades administradoras, e nenhuma entidade administradora assumiria o papel de única associada mantenedora;
- b) os conflitos relativos aos participantes, descritos na seção 6, “i” “1” “b”, acima, uma vez que a relação comercial entre participantes e entidades administradoras seria melhor isolada da entidade única de autorregulação, e medidas de governança seriam tomadas para limitar os poderes de influência de alguns participantes sobre a referida entidade, em prol da representatividade mais ampla;
- c) os conflitos relativos às operações, descritos na seção 6, “i” “1” “c”, acima, uma vez que a entidade única de autorregulação aplicaria as regras existentes com equivalente rigor, independente do mercado em que for realizada cada operação ou respectiva entidade administradora responsável, não havendo tanto espaço para participantes direcionarem suas ordens com objetivos de arbitragem regulatória;

- d) os conflitos relativos aos emissores de valores mobiliários, descritos na seção 6, “i” “1” “d”, acima, uma vez que as decisões de listagem pelos emissores, entre as diferentes entidades administradoras, não afetariam, de qualquer modo, a fiscalização e exercício de poder sancionatório pela entidade única de autorregulação;
- e) os conflitos relativos a acionistas, descritos na seção 6, “i” “1” “e”, acima, uma vez que os acionistas das entidades administradoras não teriam influência direta ou preponderante na condução das atividades da entidade única de autorregulação;
- f) os riscos de duplicação e conflitos de normas, descritos na seção 6, “i” “2”, acima, os quais ficariam limitados às regras específicas aos ambientes de negociação de cada entidade administradora, de competência das últimas, reservando-se à entidade única de autorregulação o poder de aprovar um corpo único e uniforme de normas mais abrangentes, em relação às quais os agentes de mercado não teriam oportunidade de praticar arbitragem regulatória;
- g) as dificuldades de fiscalização entre mercados, descritas na seção 6, “i” “2”, acima, uma vez que entidade única de autorregulação reuniria operações vinculadas, ainda que cursadas sob diferentes mercados, sob os seus esforços centralizados de fiscalização e exercício de poder sancionatório;
- h) os conflitos de competência na aprovação de normas, atualmente existentes entre as entidades administradoras e as respectivas entidades ou departamentos de autorregulação, descritos na seção 6, “ii” “1”, acima, uma vez que a competência normativa das entidades administradoras ficaria restrita às regras específicas aos seus ambientes de negociação, reservando-se todo o restante à entidade única de autorregulação;
- i) os conflitos de competência na fiscalização e julgamento de participantes e operações, atualmente existentes entre as entidades administradoras e as respectivas entidades ou departamentos de autorregulação, descritos na seção 6, “ii” “2”, acima, uma vez que, sem prejuízo da responsabilidade das entidades administradoras de monitorarem o funcionamento dos seus mercados, as atividades propriamente fiscalizatórias e punitivas ficariam reservadas à entidade única de autorregulação;
- j) as atuais incertezas sobre fiscalização e punição de emissores, descritas na seção 6, “ii” “3”, acima, uma vez que o monitoramento das obrigações dos emissores caberia claramente à entidade única de autorregulação, em cooperação com a CVM;
- k) as atuais incertezas sobre fiscalização e punição das entidades administradoras pelas respectivas entidades ou departamentos de autorregulação, descritas na seção 6, “ii” “4”, acima, uma vez que a entidade única de autorregulação não teria dificuldades estruturais de exercer tal papel (e, com isso, disciplinar a eficiência e regularidade de atuação das entidades administradoras concorrentes);
-

l) as dúvidas relativas às competências punitivas residuais e concorrentes da CVM, descritas na seção 6, “ii” “5”, acima, uma vez que a entidade única de autorregulação teria autonomia e estatura adequadas para, sob supervisão da CVM, perseguir condutas irregulares e punir agentes de mercado com maior clareza e definitividade;

m) os atuais conflitos, entre as entidades administradoras e suas respectivas entidades ou departamentos de autorregulação, em suas atividades de auditoria e fiscalização de participantes, descritos na seção 6, “ii” “6”, acima, uma vez que, sob atuação da entidade única de autorregulação, haveria separação efetiva da relação contratual, entre participante e bolsa, com a relação fiscalizatória e sancionatória, entre regulador e regulado; e

n) as atuais ineficiências no controle e divulgação da velocidade de execução de ordens, descritas na seção 6, “ii” “6”, acima, uma vez que a entidade única de autorregulação poderia fixar os parâmetros aplicáveis aos indicadores de capacidade das corretoras eletrônicas, bem como, em atendimento aos princípios de “*best execution*”, aferir o tempo de execução de ordens tanto pelas corretoras, como pelas entidades administradoras.

iv. Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre a estrutura de autorregulação que julgar relevantes.

1. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”)

Parece-nos que o MRP, conforme previsto na ICVM 461/07, deveria ser delegado à entidade única de autorregulação. Dessa forma, os recursos destinados ao MRP cobririam, com maior lógica e eficiência, prejuízos potenciais de investidores que são comuns a todo o mercado, e a entidade única de autorregulação poderia cobrar do MRP uma única taxa de administração, com adequada dosagem das contribuições financeiras dos participantes.

A entidade única de autorregulação terá, em decorrência do desempenho de suas funções autorregulatórias, uma visão global e sistemática do mercado de valores mobiliários e, em particular, da conduta dos participantes das bolsas de valores, podendo aplicar tal visão nas atividades processuais do MRP.

Além disso, a existência de um único MRP para todo o mercado mitigaria a possibilidade de conflitos entre bolsas de valores¹⁰⁰ na apuração de responsabilidades de participantes, evitando a morosidade dos procedimentos e beneficiando os investidores.

¹⁰⁰ O art. 85 da ICVM 461/07 prevê que, quando houver conflito entre entidades administradoras de mercado de bolsa quanto à responsabilidade dos respectivos MRP, a CVM deverá determinar qual deles será responsável.

Finalmente, a alocação do MRP a uma única entidade possibilitaria uma melhor interação desse mecanismo com a CVM no que concerne, por exemplo, à aprovação do seu regulamento¹⁰¹ e taxa de administração¹⁰², ao encaminhamento de demonstrações financeiras¹⁰³ e aos recursos administrativos cabíveis¹⁰⁴.

2. “Best Execution”

Entendemos que a entidade única de autorregulação também seria a autoridade mais apropriada para lidar com a normatização de temas relativos ao “best execution”, e fiscalização e punição em relação a condutas irregulares nesse tocante.

Conforme explorado na seção 2, “acima, o “best execution”, especialmente em cenário de concorrência entre bolsas no Brasil, deverá representar um padrão qualitativo de execução de ordens, contemplando preço, custo, rapidez, probabilidade de execução, liquidação, volume, natureza e outras considerações relevantes.

Ainda, entendemos que os critérios de “best execution” devem ser observados, naquilo que for aplicável, não apenas pelas corretoras, mas também por:

- a) provedores de tecnologia;
- b) entidades administradoras de mercado; e
- c) gestores profissionais de recursos ou administradores de carteira.

As regras de “best execution” deveriam contemplar, por exemplo:

- a) a disciplina dos sistemas consolidadores de “market data”, os quais agregarão em tempo real os dados de mercado de duas ou mais entidades administradoras em um único livro de ofertas, permitindo visão unificada ao cliente final e minimizando os efeitos da liquidez fragmentada;

¹⁰¹ Nos termos do art. 79 da ICVM 461/07, o regulamento e suas alterações posteriores devem ser aprovados pela CVM.

¹⁰² A taxa de administração do MRP deve ser previamente aprovada pela CVM, nos termos do art. 90 da ICVM 461/07.

¹⁰³ O art. 89 da ICVM 461/07 prevê que as demonstrações financeiras não auditadas do MRP devem ser encaminhadas mensalmente à CVM.

¹⁰⁴ O Parágrafo único do art. 82 da ICVM 461/07 prevê que o reclamante pode apresentar recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento.

- b) a disciplina dos sistemas roteadores inteligentes (*Smart Order Routers - SOR*), desenvolvidos por provedores de tecnologia ou intermediários, para implantar ordens segundo critérios de preço, velocidade e custo, entre outros;
- c) a adequação dos algoritmos necessária para adaptar os sistemas roteadores inteligentes à lógica de concorrência entre bolsas; e
- d) a interligação entre entidades administradoras e mecanismos obrigatórios de “route away”, os quais determinam que uma ordem seja sempre direcionada e executada na bolsa em que se encontre o melhor preço, ainda que não seja a bolsa da recepção original da referida ordem.

Em cenário de concorrência de bolsas, a entidade única de autorregulação poderá regular o regime de “*best execution*” com uniformidade e tratamento adequado das responsabilidades de cada agente envolvido, evitando os conflitos e ineficiências proporcionados pela atual estrutura de autorregulação.

Sendo objetivo do “*best execution*” que ordens de compra e venda sejam conduzidas ao melhor ambiente de negociação, segundo diferentes critérios, a entidade única de autorregulação terá a proximidade com os mercados regulados e a representatividade entre os agentes regulados adequadas para aprovar normas a respeito do tema e supervisionar o seu cumprimento.

ANEXO I – Considerações sobre a Probabilidade de Execução

A estimação da probabilidade de execução é, como visto na seção 2, “ii”, um dos potenciais critérios de avaliação para a verificação do cumprimento das regras de Best Execution na execução das ordens. Podemos, por exemplo, estimar a probabilidade de execução da ordem dado um certo preço ou, olhando por outro ângulo, estimar o preço que maximize a probabilidade de execução. Além disso, de acordo com Jonhson¹⁰⁵ fatores como o nível de liquidez, a volatilidade, e as tendências de preço, dentre outros, também podem (e devem) ser considerados.

Ao incorporar estes fatores em modelos razoáveis, podemos estimar a probabilidade de execução da ordem, dado qualquer fator de restrição. Estes modelos de probabilidade permitem aos investidores, intermediários e algoritmos de execução selecionar preços-limite que melhor se adequem às suas estratégias e necessidades de execução. Para serem confiáveis, estes modelos devem considerar o maior número de fatores possível e, uma vez estabelecidos, se tornam uma valiosa ferramenta para a tomada de decisão.

Andrew Lo, A.Craig MacKinlay e June Zhang¹⁰⁶, por exemplo, modelaram a probabilidade de execução de uma ordem tendo como base fatores de limitação como o preço, o tamanho da ordem, o tempo para a execução e condições de mercado no momento do envio da ordem. Utilizando a técnica estatística chamada “*Survival Analysis*”, estimaram o tempo de “sobrevivência” de uma ordem (ou seja, o tempo que ela levará para ser executada), dados os fatores de limitação escolhidos. A função de sobrevivência é, portanto, definida e utilizada para determinar a probabilidade de que uma ordem limitada específica esteja válida após um dado período de tempo. Neste sentido, tal função pode ser utilizada para inferir a probabilidade de execução de uma ordem.

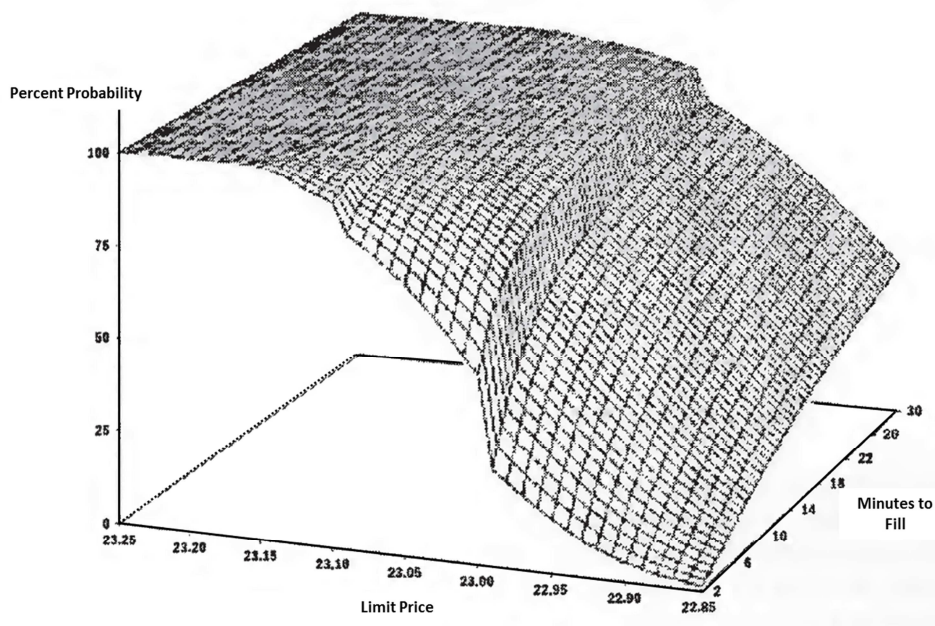
Num exemplo hipotético, teríamos que para um dado preço “P” a ordem teria 30% de probabilidade de ser executada em 2 minutos, ou 70% de probabilidade de ser executada em 40 minutos. Outra utilização, por exemplo, é ter como objetivo uma probabilidade de execução em um intervalo de tempo, inferindo o preço limite sugerido, como, por exemplo, buscar 100% de probabilidade de execução nos próximos 10 minutos e, a partir destas premissas, inferir o preço sugerido.

É importante, porém, ressaltar que a probabilidade pode mudar muito em função do preço e do momento, conforme demonstra a Figura 13 (Jonhson, 2010, p.253). Sendo assim, o cálculo da probabilidade de execução não é trivial, e depende de fatores que podem apresentar alta volatilidade dentro de um curto período de tempo, dependendo também da existência de uma base de dados históricos que seja ampla e confiável.

¹⁰⁵ Jonhson, Barry. *Algorithmic Trading & DMA: An introduction to direct access trading strategies*. Londres, 2010, Op.252.

¹⁰⁶ Lo, A.; MacKinlay, C. Zhang, J. *Trading Volume: Definition, Data Analysis, and Implication of Portfolio Theory*. *Review of Financial Studies*, 2002.

Figura 13 – Probabilidade de Execução de Ordem Limitada



Fonte: ITG

Se a estrutura de mercado permitir a fragmentação ampla de sistemas de negociação e bolsas, a consolidação virtual do *book* e a liquidez agregada se tornam fundamentais. No mercado americano, essa liquidez agregada é obtida por meio do *route-away* entre bolsas e centros de negociação, forçando todos os sistemas de negociação / bolsas a se interligarem (apesar de apenas no modelo *top-of-the-book*, que não é o mais eficiente, conforme apresentado na seção 4, item “iii”), e consolidando o fluxo de acordo com as regras de *Best Execution*.

No mercado europeu, por outro lado, as bolsas não estão interligadas e não há a obrigatoriedade de implementar o *route-away*. Em situações em que essa virtualização não ocorre, apenas os sistemas *multi-brokers* ou “*pools*” de corretoras consolidam as cotações e *books* das diversas bolsas e sistemas de negociação. Como já apresentado, a não obrigatoriedade do *route-away* cria a possibilidade de *by-pass* de um sistema de negociação / bolsa para outro, “furando” a fila do *book* consolidado. Neste cenário, o cálculo da probabilidade de execução torna-se uma ferramenta para a escolha do sistema de negociação a ser utilizado.

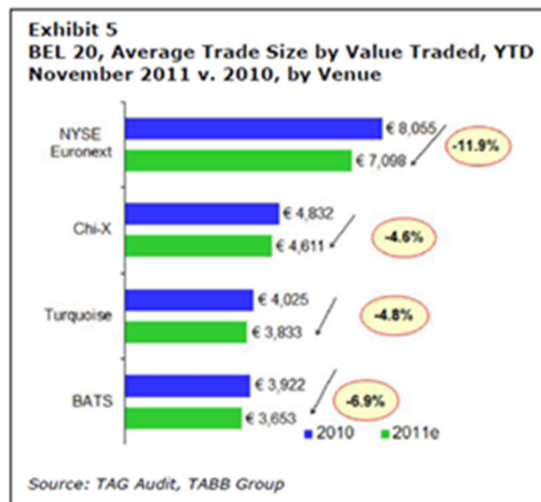
Sendo assim, embora tenhamos a consciência da importância da probabilidade de execução, temos ainda dúvidas relativas à sua utilização como variável a ser considerada no critério de melhor execução em um cenário de múltiplas bolsas no mercado brasileiro. Muito embora essa métrica tenha várias utilizações importantes para o mercado, ela é mais utilizada para mercados onde não há a consolidação virtual do fluxo das bolsas através do *Best Execution*, e onde se encontram ainda sistemas de *dark pools* paralelos às bolsas e sistemas de negociação, tendo implementação difícilíssima no mercado brasileiro.

ANEXO II – Benefícios da Competição

A competição no mercado de bolsas e sistemas de negociação traz os seguintes benefícios:

- 1) Reduz o risco dos intermediários, pois *“como a velocidade é substituída pelo tamanho, o volume médio por ordem de qualquer intermediário eletrônico é menor do que o de um intermediário não eletrônico”*.

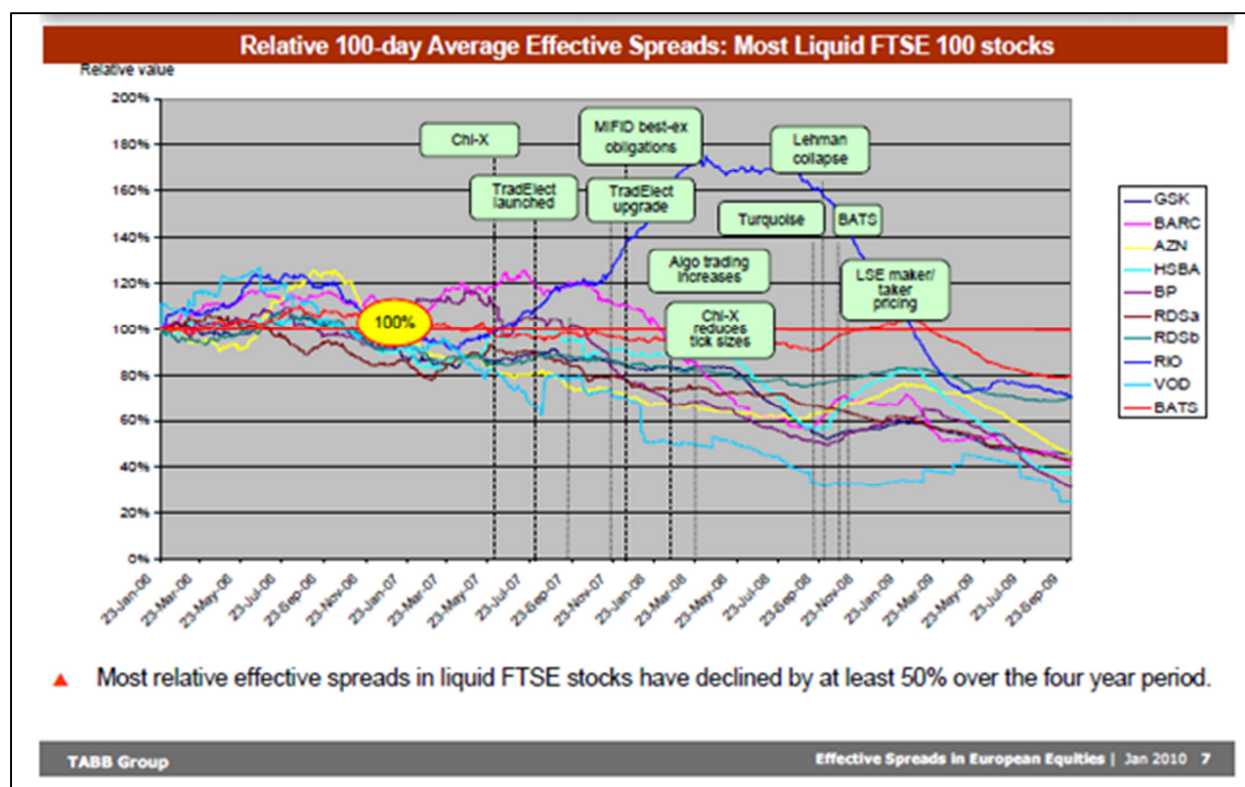
Figura 14 – Ticket Médio: 2011 x 2010



Fonte: Tabb Group.

- 2) Torna-se mais fácil e menos caro para os investidores gerenciar suas próprias negociações devido a eletronificação de todo o processo de negociação e pós negociação.
- 3) O aumento da concorrência reduz o custo de execução e aumenta a eficiência do mercado. Praticamente todos os estudos sobre mercados competitivos mostram que, em jurisdições onde há mais de um mercado, são reduzidos os custos de transação (comissões, taxas de execução, *spreads*, e os custos de implementação).

Figura 15 – Redução dos Spreads Relativos FTSE 100



Fonte: Tabb Group.

a. Principais conclusões acadêmicas:

- i. O'Hara e Ye¹⁰⁷: *“Concluimos que a fragmentação do mercado, geralmente, reduz os custos de transação e aumenta a velocidade de execução. A fragmentação faz aumentar a volatilidade de curto prazo, mas os preços são mais eficientes na medida em que estão mais perto de serem definidos por um processo aleatório”.*
- ii. Fioranti e Gentile¹⁰⁸: *“Os principais resultados são que a fragmentação não tem efeitos negativos sobre a liquidez, mas parece reduzir a eficiência na geração de informações de preços... a redução da eficiência na geração de informações de preços pode ser mitigada através do estabelecimento de uma fita consolidada obrigatória e a adoção de medidas para melhorar a qualidade, formato, custo e capacidade de consolidar os dados de mercado”.*

b. A seguir, segue um estudo detalhado, realizado pelo Tabb Group, acerca da evolução dos spreads no mercado europeu.

¹⁰⁷ O'Hara; Ye. Is Market Fragmentation Harming Market Quality? Março de 2009.

¹⁰⁸ Fioranti, S.F.; Gentile, M. The Impact Of Market Fragmentation On European Stock Exchanges. Julho de 2011.



TABB
GROUP

Effective Spreads in European Equities

A TABB Group Pinpoint

Miranda Mizen
Principal

This study examines effective spreads in terms of price differential in 60 stocks across the FTSE 100, DAX 30 and CAC 40 indices from September 2005-2009

Methodology

The purpose of this study is to document the trend of average effective spreads over the course of time and look at factors which affect the tightness of spreads across multiple venues as well as the cost of liquidity.

We do this by looking at the average effective spread for each trade. Note that this analysis relates to individual trades and does not take into account the fact that multiple trades may belong to a single order.

We have measured the spreads in terms of price differential and our results therefore incorporate the up/downward pressure on the spread caused by movement in the share price.

Average Effective Spread (AES)

Effective spread measures the distance from the midpoint of the market to the execution price at the time of the trade. This value is then doubled to capture the whole bid/offer spread. The spread at each trade is divided by the number of shares traded, which is the effective spread per share traded. This measure is then averaged over the trading day per venue to make the **average effective spread**. This is expressed as a price differential.

Topography: Using stocks trading since September 2005, we used Reuters tick data from the primary market, Chi-X, Turquoise and BATS

Data Inputs

We analysed spreads of the 10 most liquid stocks and ten less liquid stocks from the following indices:

- ▲ FTSE 100
- ▲ DAX 30
- ▲ CAC 40

Liquidity was determined by market capitalisation at the time of the study

FTSE 100 Stocks

AstraZeneca
Barclays
BP
BATS
Glaxo Smithkline
HSBC Holding
Rio Tinto
Royal Dutch Shell A
Royal Dutch Shell B
Vodafone

AMEC
Antofagasta
BAE Systems
Capita Group
Centrica
Liberty Intl
Reckitt Benckiser
Sainsbury
Scot. & Sthn Energy
WPP

DAX 30 Stocks

Allianz
BASF
Bayer
Daimler
Deutsche Bank
Deutsche Telekom
E.O.N.
RWE
SAP
Siemens

Adidas
Beiersdorf
BMW
Commerzbank
Fresenius
K&S
Merck
Metro
Thyssen Krupp
Volkswagen

CAC 40 Stocks

Air Liquide
Arcelor Mittal
AXA
BNP Paribas
France Télécom
Groupe Danone
Sanofi-Aventis
Societe Générale
Total
Vivendi

Dexia
EADS
EDF
Lafarge
Michelin
Pernod Ricard
PPR
Renault
Unibail-Rodamco
Veolia

Charts were created to see both the change in spreads and also compare the spreads across the various execution venues

How we represent the data

Timelines

- ▲ Trend lines date from September 2005 to September 2009 unless otherwise specified.
- ▲ Charts showing 20-day and 100-day moving averages have a start date on the 20th or 100th day from the first day of recorded data.

Values

- ▲ Relative charts start at 1, or 100%, to reflect a common point of departure for comparison.
- ▲ The effective spreads is represented as a price differential.
- ▲ Average values are weighted, reflecting the trading activity across the different venues.

Data anomalies

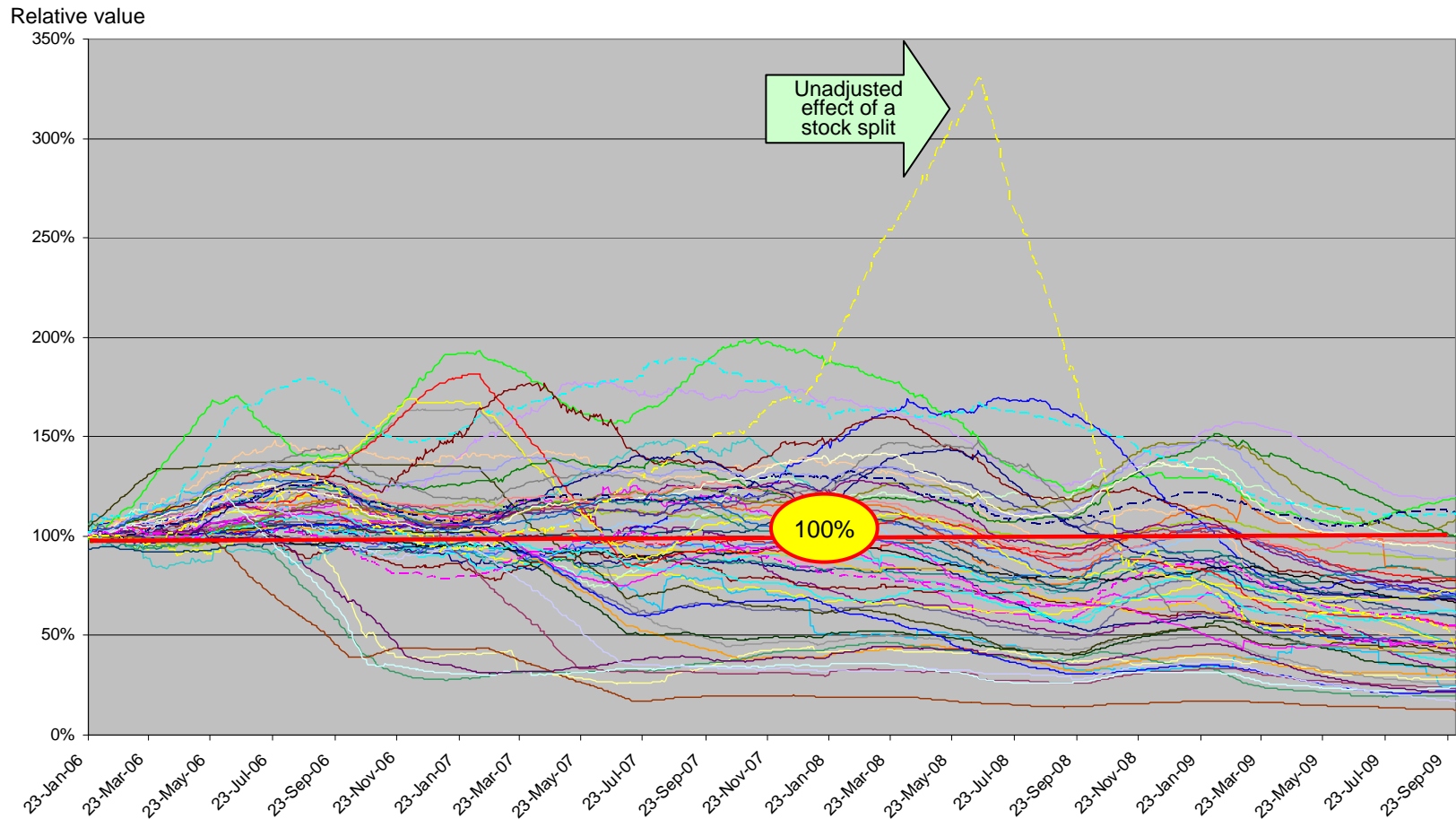
Data impurities and anomalies are handled using the standard “Trimming” method, whereby values more than three standard deviations from the mean have been extracted.

Executive Summary

- ▲ Across the major European indices, average effective spreads have declined in 92% of stocks measured as a price differential over a four year period
 - ▲ Average effective spreads in 95% of FTSE 100 stocks, 95% of CAC 40 stocks and 85% of DAX stocks we measured have declined over four years, and some effective spreads have at least halved.
 - ▲ November 2007 was a competitive watershed: Technology upgrades, competition, and the arrival of high frequency traders resulted in a swift and dramatic reduction of spreads as MiFID became effective.
 - ▲ A second wave of downward pressure came in 3Q08, as tick sizes were reduced, MTFs proliferated, algo trading increased, while the drop in stock prices accelerated the downward movement.
 - ▲ Stock prices notwithstanding, the correlation between the stock's volatility and the stock's spread has become less evident, due to a combination of growth in competition and liquidity fragmentation.
 - ▲ It is a close call with regard to the best effective spread offered. At the end of the period measured, the lowest effective spreads are for the most part between Chi-X and BATS for UK stocks, and between Chi-X and the main market for CAC 40 and DAX 30 stocks.

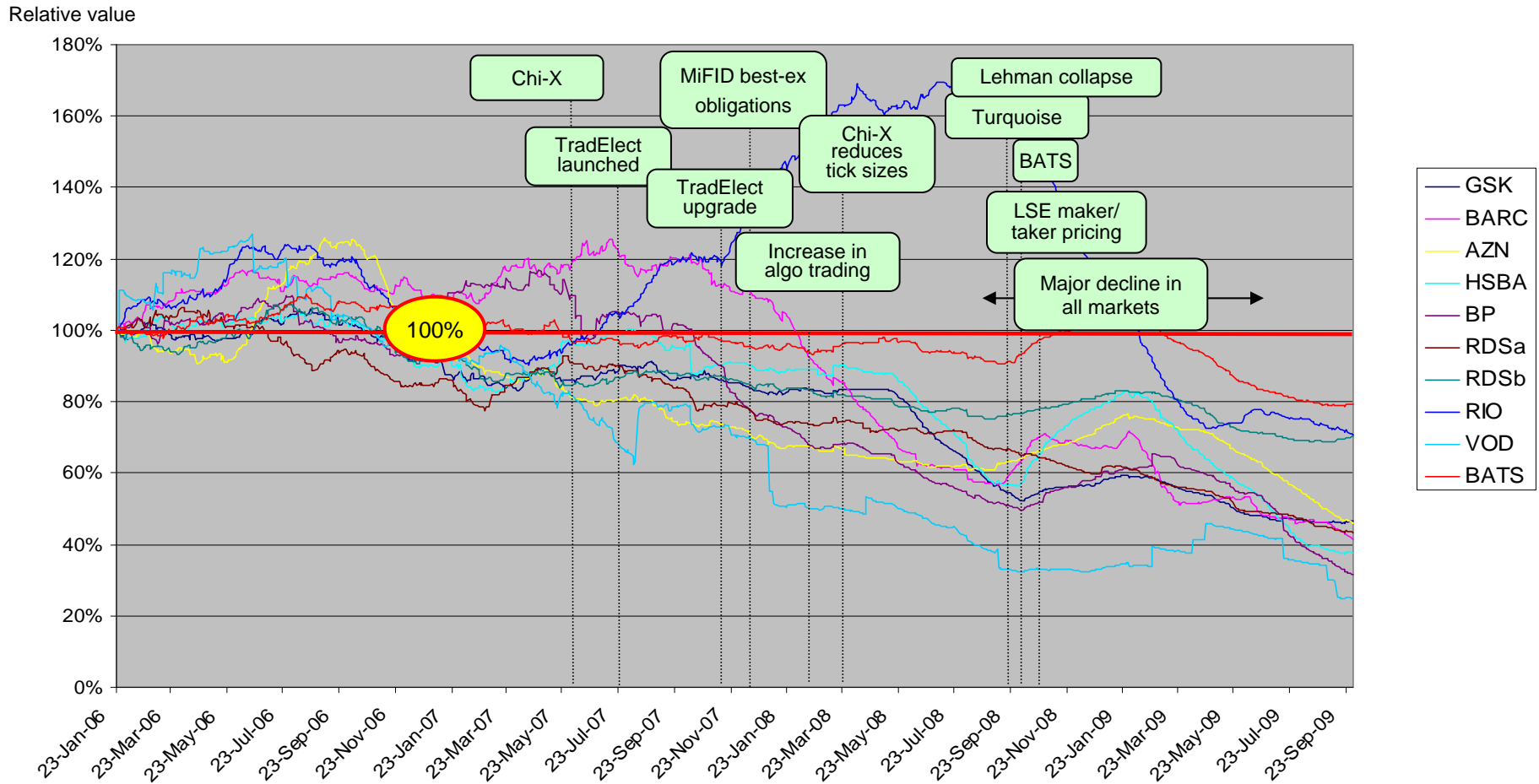
Across the major European indices, average effective spreads have declined in 92% of stocks measured, as indicated by the lines below the 100% line

Relative 100-day Average Effective Spreads in all 60 stocks



Average effective spreads have come down over a four year period in 100% of the most liquid FTSE 100 stocks measured

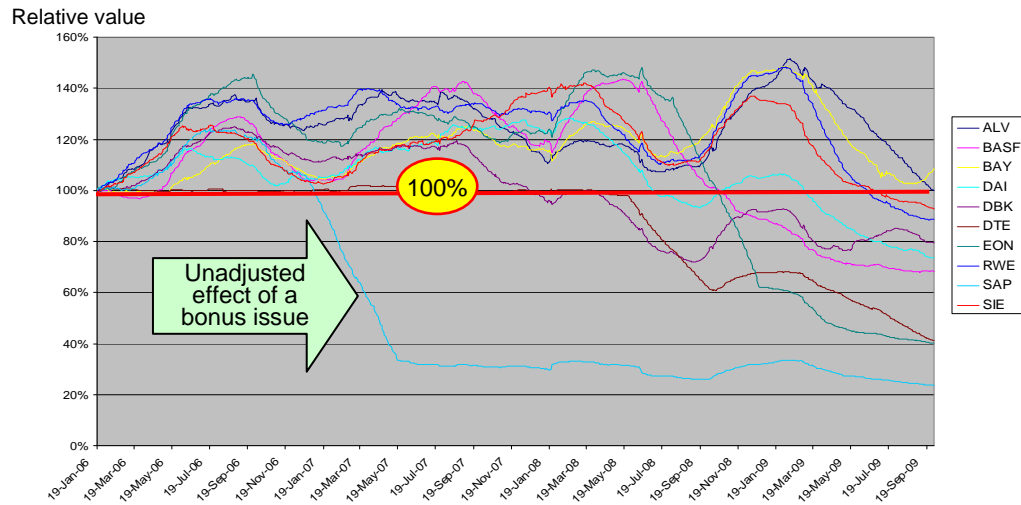
Relative 100-day Average Effective Spreads: Most Liquid FTSE 100 stocks



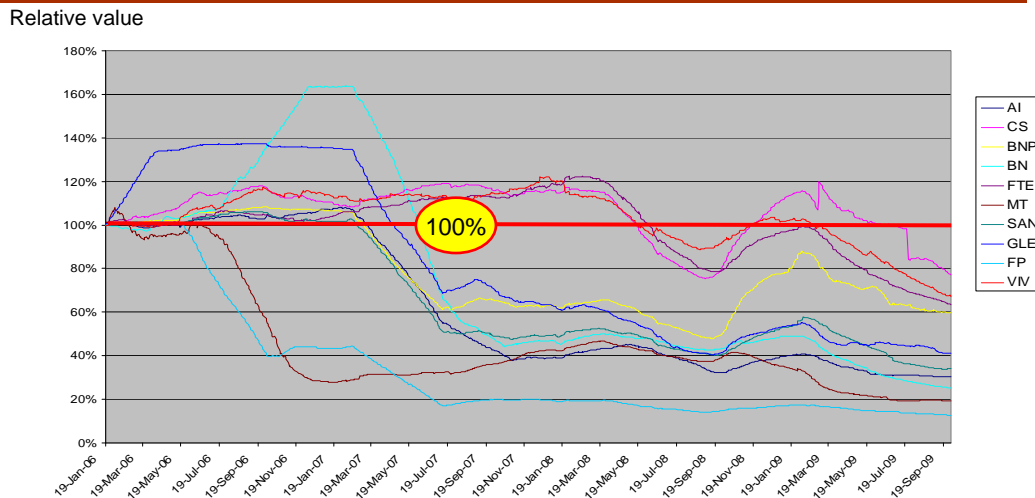
▲ The trend is exacerbated by the major decline in stock markets in 3Q 2008

The downward pressure on effective spreads in the most liquid stocks is very similar in the most liquid DAX 30 and CAC 40 stocks

Relative 100-day Average Effective Spreads: Most Liquid DAX



Relative 100-day Average Effective Spreads: Most Liquid CAC



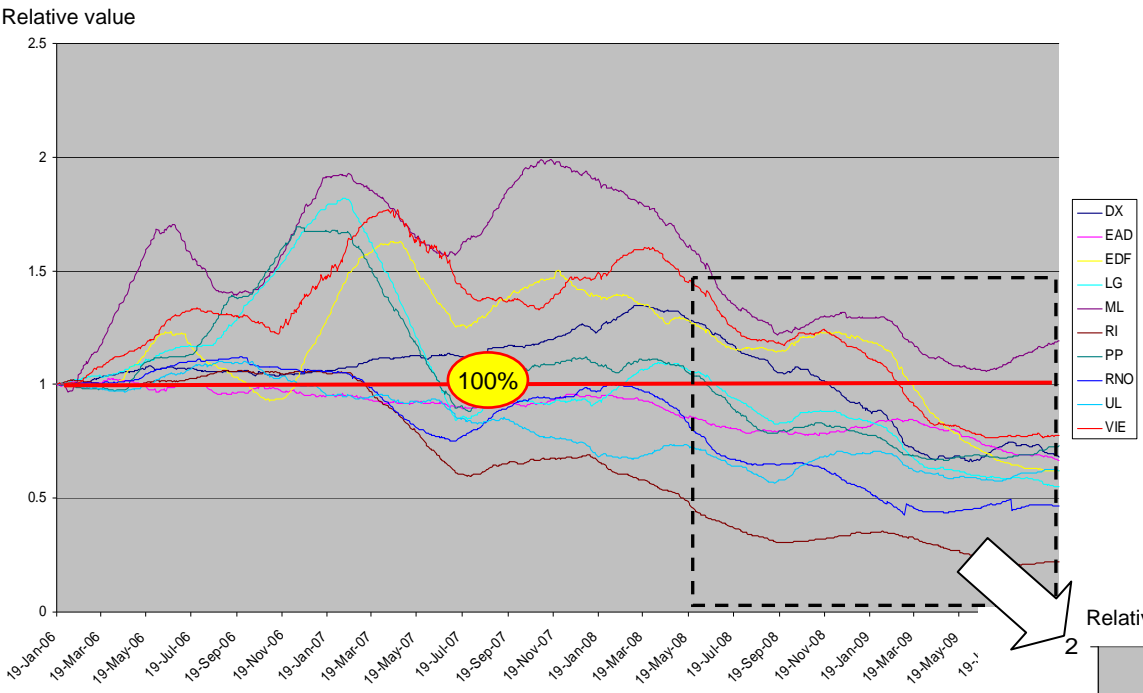
▲ Effective spreads are most likely to decline in the more liquid stocks, but 95% of CAC 40 stocks and 85% of DAX stocks we measured also show lower effective spreads over four years.

▲ Stocks trading on markets with traditionally higher concentration on the order books show similar trends to FTSE 100 stocks.

▲ The downward trend is observed despite the fact that the CAC declined 14% and the DAX rose by 15% over the total period measured.

The downward pressure on less liquid CAC stocks is followed by a prominent second wave from 3Q08 where the trend is exaggerated by declining stock prices

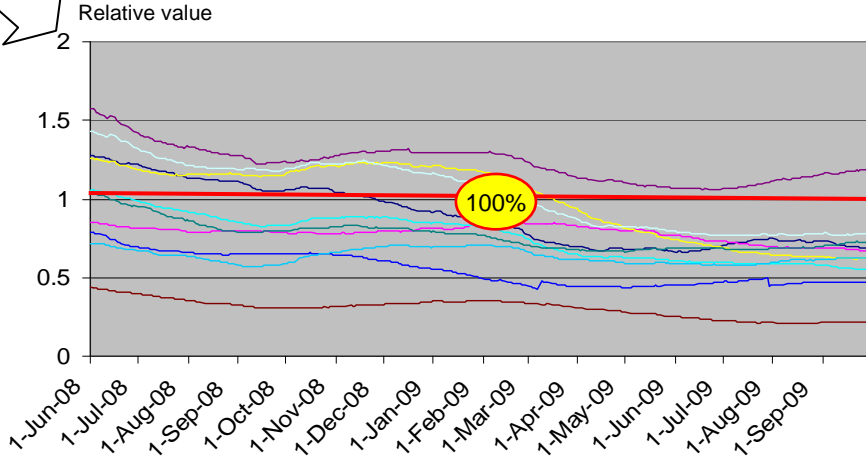
Relative 100-day Average Effective Spreads: Less Liquid CAC



The same smoother path is also observed in less liquid stocks in the CAC 40 (shown here). This trend is also seen in DAX stocks.



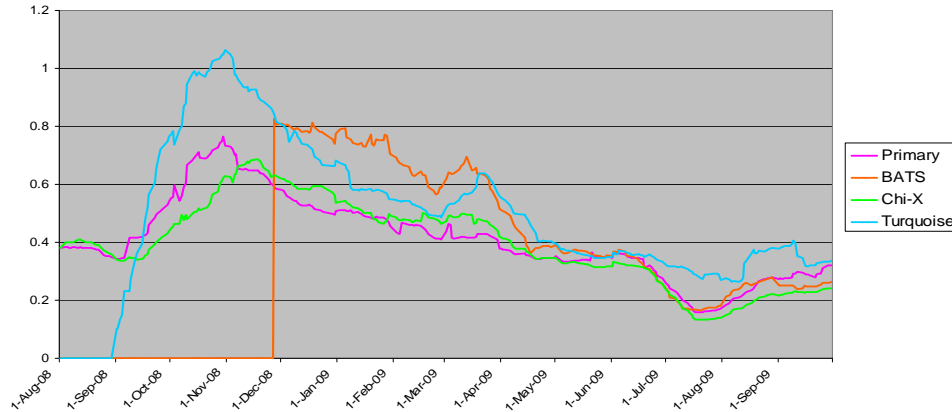
A second, fiercer downward trend is seen as stock prices plummet, tick sizes are harmonised, also trading increases and more MTFs are launched.



It is a close call with regard to the best spread offered although the greatest competition is between the Chi-X and either BATS or the main market

HSBC (FTSE): 20-day Average Effective Spread from Jan 08

AES

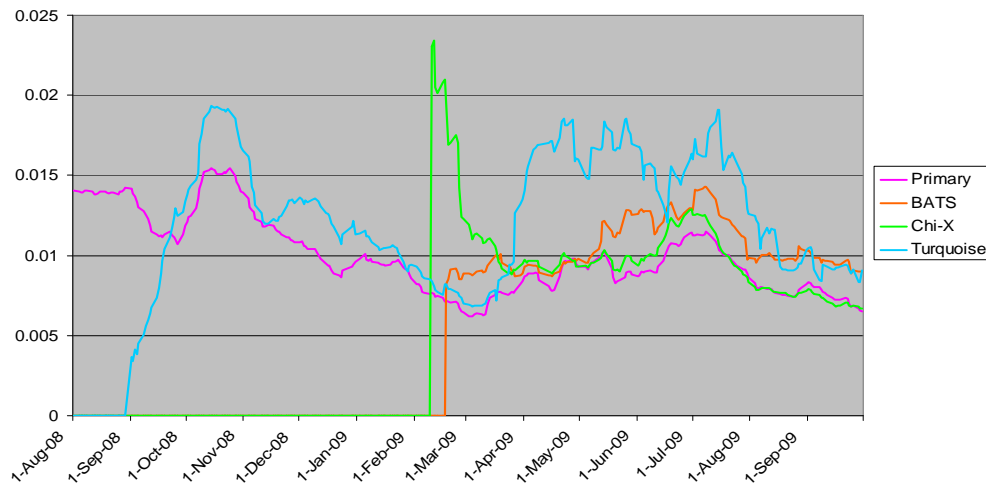


▲ By the end of September 2009, it is a close call with regard to which venue offers the best average effective spread.

▲ For FTSE 100 stocks, the fiercest competition is between Chi-X and BATS. For DAX 30 and CAC 40 indices, the lowest effective spreads are offered by Chi-X or the primary market.

DX (CAC): 20-day Average Effective Spread from Jan 08

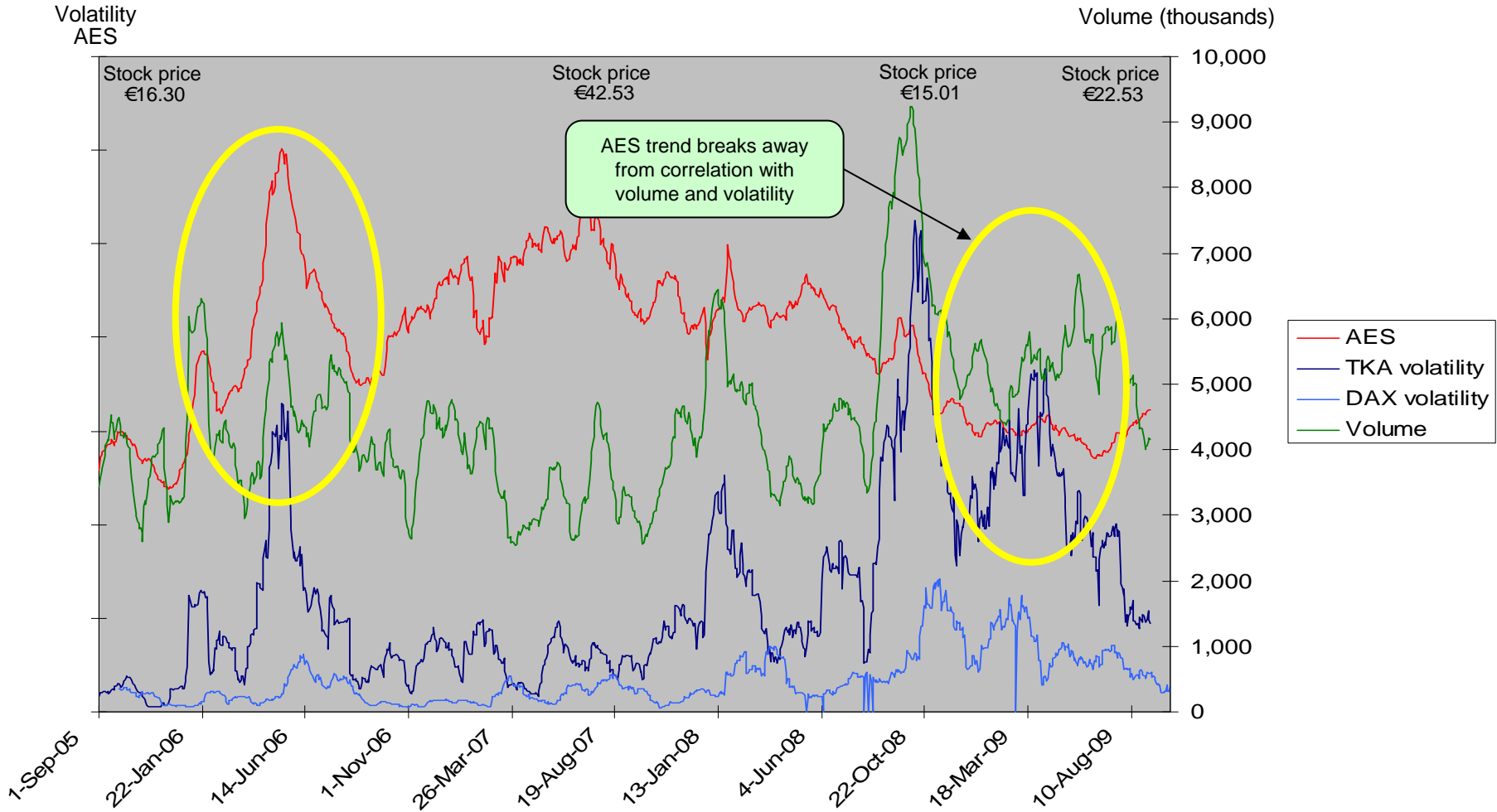
AES



▲ This trend occurs irrespective of the size of the stock, as shown here by a very liquid FTSE 100 stock (HSBC) and a less liquid CAC 40 stock (DX)

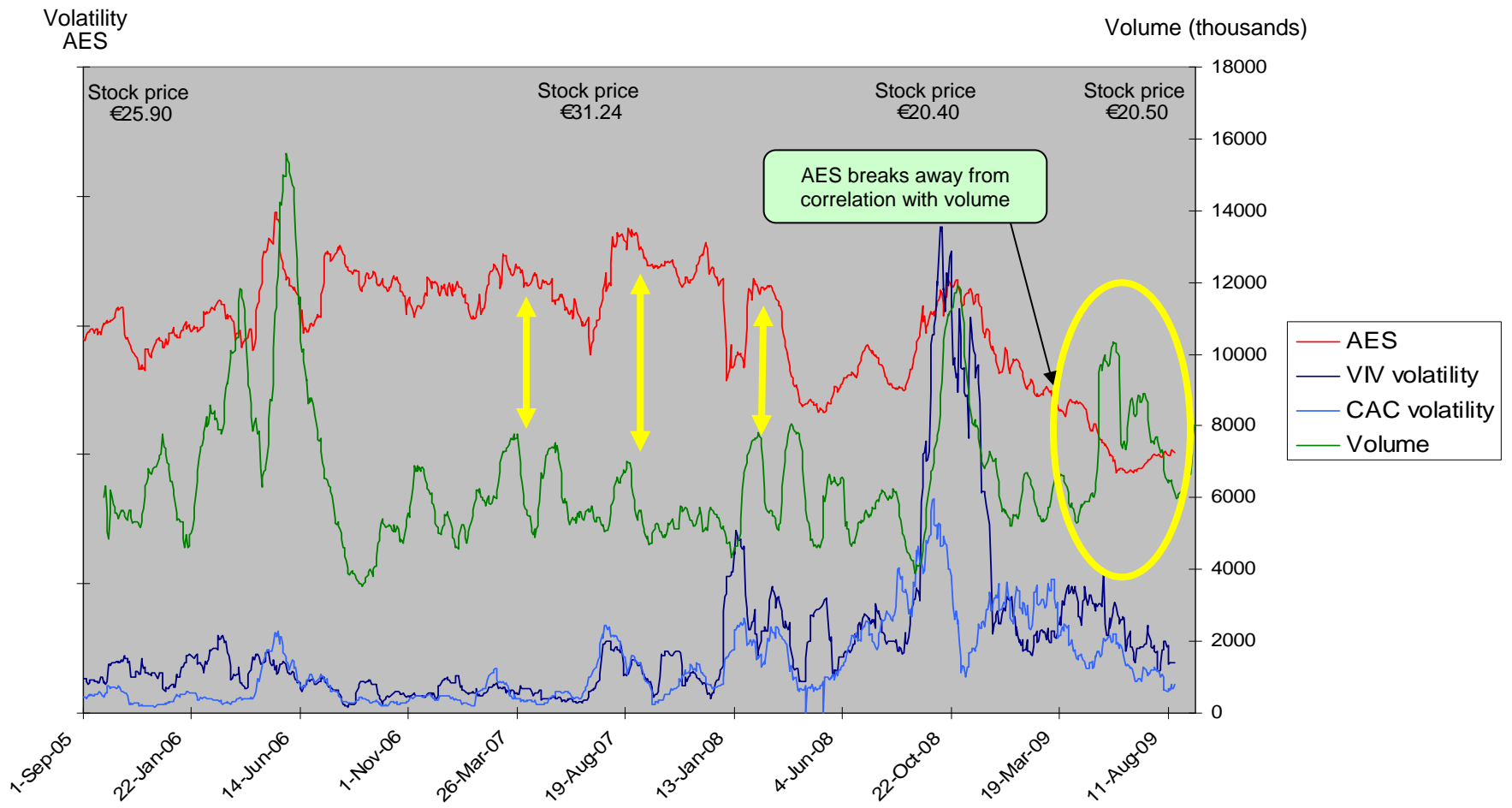
As liquidity fragments on the lit markets, the correlation between the effective spread and volatility diminishes, a movement accelerated by lower stock prices

TKA (DAX 30): Average Effective Spread with 20-day stock & index volatility + volume



The downward pressure on average effective spreads is maintained as volatility diminishes, and the stock price remains stable

VIV (CAC 40) Average Effective Spread with 20-day stock & index volatility + volume



Despite a drop in volume and rise in stock price, competition has kept the pressure on effective spreads compared with four years ago

BATS (FTSE 100) Average Effective Spread with 20-day stock & index volatility + volume

