

São Paulo, 10 de setembro de 2013

OF. DIR – 029/2013

Ilmo. Sr.

Otávio Yazbek

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13.

1. INTRODUÇÃO

O texto a seguir reúne as considerações da ANBIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) em resposta ao convite da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), para “apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à identificação, à mitigação, ao gerenciamento de risco decorrentes da fragmentação de liquidez e de dados e à possível mudança na estrutura de autorregulação, tendo em vista a hipóteses de concorrência entre plataformas de negociação”, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 5/13 (“Edital”).

A ANBIMA agradece a oportunidade de contribuir para essa discussão e parabeniza a CVM pela iniciativa de realizá-la por meio de “convite à apresentação de manifestações” (“call for evidence”), inaugurando essa forma de consulta pela Autarquia. Tendo em vista a natureza e a relevância do assunto em destaque, a escolha dessa forma de audiência demonstra a preocupação da CVM em antecipar impactos e desdobramentos regulatórios decorrentes da existência de concorrência no mercado de negociação de ações e em envolver os participantes do segmento em uma etapa prévia da discussão – relativamente aos editais de audiência pública tradicionais.

A ANBIMA tratará, no texto a seguir, dos questionamentos dispostos no Edital quanto à adequação da regulação vigente à introdução de concorrência no mercado de ações, em especial quanto à regra de *best execution*, à consolidação de informações e à estrutura da autorregulação. Considerou-se relevante, contudo, a manifestação quanto a alguns aspectos mais gerais dessa discussão que, embora não constituam objeto das consultas específicas colocadas pela CVM, acabam por permear todas as respostas a elas dirigidas.

Um primeiro desses aspectos mais gerais refere-se à própria percepção de benefício econômico quanto à introdução da concorrência no mercado de ações. Representantes de diversos segmentos desse mercado, representados na ANBIMA, demonstraram consenso quanto aos efeitos benéficos e desejáveis associados à existência dessa concorrência. Entre os efeitos positivos apontados nas discussões realizadas na ANBIMA podemos mencionar:

- Novos ambientes de negociação tendem a promover a participação de novos emissores ou a fomentar a criação de novos nichos de mercado como forma de concorrer, inicialmente, com os segmentos já tradicionais do concorrente, trazendo novos participantes e novos negócios. Em outras palavras, os participantes do mercado (*traders*) diferem entre si, pois eles precisam responder a diferentes necessidades de negociação (decorrentes do tamanho das ordens ou velocidade de execução, por exemplo), e um mercado fragmentado de negociação pode se desenvolver para atender a essa variedade de necessidades¹;
- Mercados restritos a apenas um ambiente de negociação tem seu crescimento limitado à velocidade de implementação e à estratégia de atuação da única bolsa atuante quanto às melhorias tecnológicas (e, em especial, no caso brasileiro, as inovações tecnológicas observadas e que envolvem investimentos dos participantes ficam circunscritas ao aperfeiçoamento das condições de acesso e dos serviços relacionados, exclusivamente, à bolsa existente, o que é reforçado pela estrutura verticalizada do segmento); a existência de concorrência, por outro lado, reforça a constante necessidade de aperfeiçoamento e de inovação tecnológica²;
- A existência de mais de um ambiente de negociação ajuda a fomentar a liquidez do mercado, uma vez que duas ou mais bolsas com diferentes sistemas e tecnologias abrem oportunidades para diferentes estratégias a serem adotadas pelos participantes de mercado, aumentando o volume negociado e as transações efetuadas;
- Também foi apontada a elevada possibilidade de introdução de outros produtos e serviços, com uma esperada “importação” de soluções disponíveis em outros mercados;
- Diversos dos fatores acima, atrações de novas empresas à listagem, aumento da liquidez e do volume negociado e impulso para a inovação tecnológica, e a própria concorrência entre mercados são condizentes com redução dos custos de negociação.

Assim, há uma percepção de que diversos benefícios podem resultar da introdução da concorrência no mercado acionário, em última instância contribuindo fundamentalmente para seu desenvolvimento.

¹ Alguns estudos empíricos mais recentes mostram que a competição entre plataformas de negociação pode favorecer a viabilidade de estratégias de nicho, tais como o oferecimento de plataformas mais rápidas ou com maior probabilidade de execução, e indicam que os intermediários, como usuários desses serviços, aprovam essa diversidade. Cf. Sean Cai, **Treading Through Trade-Through: A Law and Economics Analysis of SEC Proposed Regulation NMS**, Cornell Law Review, p. 16.

² Cf. **MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and United States**, Janeiro de 2009, disponível para consulta em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442874, p.3.

Por outro lado, os participantes demonstraram preocupação com alguns aspectos relacionados à concorrência nesse mercado. Ponderou-se que existem elementos no atual quadro brasileiro que não foram objeto dessa consulta, mas que, na hipótese de ingresso de novos concorrentes no mercado, podem atuar em sentido contrário a esses efeitos positivos. Um primeiro aspecto destacado é que as discussões em torno da concorrência devem referir-se a toda a infraestrutura do segmento, e não somente ao ambiente de negociação. A experiência internacional recente indica que há dificuldades em assegurar uma concorrência efetiva em mercados acionários, e seus efeitos benéficos, sem que haja o acesso de entrantes à(s) câmara(s) de compensação em condições que lhes permitam concorrer em termos de custo das negociações. Esse acesso pode se dar por meio do compartilhamento obrigatório dos serviços, como ocorreu no caso do Japão e da Austrália, ou pela constituição de uma nova câmara de compensação proporcionalmente adequada à dimensão, complexidade e natureza da atividade da(s) entrante(s). Dessa forma cabe avaliar os cenários sob a ótica de uma perspectiva de processo ponta-a-ponta, onde tal avaliação seria efetuada para a fase operacional e pós-operacional (*pre e post trading*).

Da mesma forma, foi também observado que a introdução da concorrência significará um período de adaptação para os participantes, em que terão que tomar decisões quanto aos meios e às novas alternativas para fornecerem seus serviços. Há uma clara percepção que os mesmos fatores que tendem a repercutir positivamente no longo prazo – como múltiplos acessos e inovação tecnológica - podem, de imediato, implicar em acréscimo de custos para os intermediários. A esse respeito, a regulação pode contribuir para que não sejam impostos custos obrigatórios nesse processo e apoiar as soluções que viabilizem compartilhamento, racionalização, ou que evitem duplicidade de despesas. Em alguns casos, como será mencionado adiante, as regras podem inclusive prever um período de transição que possibilite a construção de parcerias, de acordos e de serviços compartilhados.

Apesar de também não constituir assunto tratado de forma direta nessa consulta, os participantes também entenderam que seria adequado tratar da questão do cadastro de clientes em uma situação de multiplicidade de plataformas de negociação. Hoje, nos termos da Instrução CVM 505/12, e das demais normas da CVM e do Banco Central do Brasil, todos os intermediários são obrigados a, individualmente, manter o cadastro de todos os seus clientes. Adicionalmente, os administradores dos mercados organizados também devem ter esse cadastro atualizado. Em uma situação de existência de mais de um ambiente de negociação, a manutenção de cadastros múltiplos poderá tornar-se complexa e custosa, tanto para os intermediários quanto para os administradores de mercado. Portanto, a ANBIMA entende oportuna a avaliação, pela CVM, da implantação efetiva do disposto no artigo 8º da Instrução CVM 505/12, segundo o qual a elaboração e manutenção de cadastros de clientes podem, mediante aprovação da CVM, ser realizadas de maneira centralizada pelas entidades administradoras de mercado organizado, pelas entidades de compensação e liquidação e pelas entidades representativas de participantes do mercado.

A discussão na ANBIMA também concluiu pela necessidade de que seja requerida comunicação entre os ambientes de mercado que, por meio de troca, compartilhamento e complementaridade de informações,

seja capaz de assegurar linearidade, continuidade e adequada transparência de informações relativamente aos valores mobiliários negociados em seus ambientes.

Seguem as manifestações específicas da ANBIMA relativamente às questões colocadas pelo Edital.

2. MELHOR EXECUÇÃO NO INTERESSE DOS CLIENTES

2.1 – Fatores e critérios do regime de *best execution*

- (i) Quais seriam os fatores a serem levados em conta em uma regra de *best execution*, considerando a existência de diversas bolsas concorrentes? Por quê?
- (ii) Seria desejável o estabelecimento de critérios/parâmetros para a verificação do cumprimento da execução das ordens? Caso positivo, quais poderiam ser esses critérios/parâmetros? Por quê? Caso negativo, por que não seria apropriada a definição de critérios/parâmetros?

2.1.1. Pano de Fundo das Conclusões

Quanto aos fatores a serem considerados para uma regra de *best execution*, a discussão na ANBIMA tomou por base as diferenças entre os dois modelos mais conhecidos e utilizados como referência para o assunto: o europeu, que apresenta regras de *best execution* mais flexíveis e semelhante às utilizadas no Brasil, e o norte-americano, em que a adoção da *Order Protection Rule* significa um critério de execução mais objetivo. Nas discussões da ANBIMA, evidenciou-se a necessidade de coerência entre as respostas apresentadas a cada um dos conjuntos de perguntas deste Edital, já que o critério de *best execution* terá reflexos inevitáveis em outras respostas e questionamentos, como, por exemplo, nas considerações acerca das regras e custos de conectividade dos participantes e intermediários a todos os sistemas de negociação, ou, ainda, às regras de consolidação e disponibilização de dados pré e pós-trade³.

A afirmação acima se torna mais clara, quando se avalia o conjunto de normas interconectadas que foram editadas nos EUA e na União Europeia sobre cada um dos assuntos tratados nessa audiência pública. Por exemplo, a Regulation NMS dos EUA (“Reg NMS”), que regula estes assuntos naquela jurisdição, tem substancialmente quatro regras materialmente relevantes para o assunto de competição entre plataformas de negociação de ações (uma das quais, a “sub-penny rule”, não será tratada aqui, por ser de menor importância ao mercado brasileiro): (i) a **Order Protection Rule**, prevista na Rule 611 do Reg NMS, define o critério de *best execution* como melhor preço (ii) a **Access Rule**, prevista na Rule 610 da Reg NMS, regula as

³ No texto MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and the United States, o autor fundamenta que “although MiFID and Reg NMS share the common objective of enhancing competition in securities markets, they differently regulate the best execution duty, the consolidation of market data and the publication of execution quality measures,” E, no decorrer do texto, o autor menciona quais são as implicações, explícitas ou implícitas, da adoção de um outro critério de *best execution* nos demais pontos. Cf. **MiFID, Reg NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and the United States**, cit., pp. 9 e ss.

condições e limites de preço de conectividade entre os mercados e entre os intermediários com os mercados (iii) as **Market Data Rules**, previstas na Rule 601 e Rule 603 do Reg NMS, preveem a publicação de dados estatísticos e compilados sobre a qualidade de execução⁴ e sobre os livros consolidados de dados pré e pós-trade.

Esses três conjuntos de regras devem ser necessariamente coerentes do ponto de vista conceitual, independentemente de partirem de critérios de *best execution* distintos.

Assim, o critério da Rule 611 tem como consequência necessária que a SEC exija que os mercados sejam interconectados e que as ordens sejam roteadas entre esses mercados. Essa regra também tem como desdobramento a necessidade de a SEC regulamentar o acesso dos intermediários aos sistemas de negociação, já que eles são obrigados a verificar autonomamente o melhor preço disponível. Por isso, a SEC publicou a Access Rule⁵. Também, em parte, como consequência da Rule 611, no modelo americano, a SEC obriga os intermediários e os sistemas de negociação a divulgarem informações padronizadas sobre dados de pré e pós-negociação, que devem ser consolidadas em um sistema único, a fita consolidada (*Market Data Rules*).

Já na Europa, esses três conjuntos de regras têm soluções diversas, pois partem de critério diverso de *best execution*. A ANBIMA gostaria de enfatizar que as respostas dadas a cada uma das perguntas, portanto, adotam uma linha de raciocínio que procurou a coesão entre as orientações possíveis em cada caso.

2.1.2. Critério Flexível como Opção Regulatória Adequada: A Prevalência do Critério Europeu

A ANBIMA entende que as regras de *best execution* no Brasil, dispostas na Instrução CVM nº 505/12 (arts. 19 a 21), são adequadas ao mercado brasileiro inclusive em um contexto de concorrência no mercado de ações. Como se sabe, a regra atualmente adotada no Brasil equivale substancialmente àquela definida na União Europeia por meio da *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and the Council on Markets in Financial Instruments* (“MiFID”) e traz um conceito de *best execution* flexível, que não limita-se apenas ao preço do ativo, diferentemente, portanto, do critério norte-americano.

A ANBIMA, após avaliar as premissas e consequências de cada um dos modelos, concluiu que a atual regra, ao admitir a consideração de diversos fatores na definição das melhores condições do negócio para o cliente permite que o intermediário acomode de forma mais apropriada aos melhores interesses dos clientes as diferentes situações de mercado⁶. Nossa constatação baseou-se na avaliação de diversos estudos sobre o

⁴ Replicando os conceitos das regras da SEC conhecidas como Rule 11Ac 1-5 – “dash 5” – e a Rule 11Ac 1-6 – “dash 6”. Cf. Ekkehart Boehmer, Robert Jennings e Li Wei, **Public Disclosure and Private Decisions: Equity Market Execution Quality and Order Routing**, Review of Financial Studies, 2006.

⁵ “(...) there must be easy market access and adequate market linkages that allow the broker to fulfill the duty [of best execution] by routing the order to the Market with the best price”. Cf. Sean Cai, op. cit., p. 42.

⁶ Embora favoráveis à ideia que um modelo semelhante ao Europeu é mais adequado ao mercado brasileiro, foi observado que deve estar associado à transparência do modelo americano, que apresenta consolidação de informações pré e pós negócio (enquanto na Europa essa consolidação é restrita ao pós negócio). O assunto é discutido na questão 4.

tema, especialmente sobre a eficiência de um ou outro critério. Foi importante a consideração de que mesmo autores norte-americanos respeitados criticam fortemente o critério da Order Protection Rule, pois ele parte do pressuposto de que “all investor prefer such a market”⁷, desconsiderando, portanto, as diferentes necessidades de negociação dos diversos participantes do mercado⁸.

Essa avaliação chegou à conclusão de que o modelo europeu, refletido no Brasil por meio da Instrução CVM 505/12, é mais adequado para fomentar e lidar com o problema de monitoramento dos conflitos de interesse entre os intermediários e seus clientes (afinal, regras de *best execution* procuram justamente tratar esse conflito), pois a regulação deve considerar o balanceamento entre os interesses dos diversos clientes envolvidos, considerando a sua diversidade. Assim, pequenos investidores pessoas físicas podem ter interesse mais direto em negociar ações líquidas em pequenos volumes, com vistas a auferir ganhos de capital, enquanto grandes investidores institucionais transacionam operações de grande volume com vistas a um sucesso geral de sua carteira de investimento.

Apesar de o grupo de trabalho compreender que o preço do ativo deve ser um fator importante na avaliação das melhores condições aos clientes, o grupo também evidenciou consenso de que fatores como rapidez de execução⁹, custos de oportunidade, profundidade de mercado, tipo de ordem, tamanho da ordem, condições gerais do mercado, informações disponíveis para o investidor, entre outros, são fatores de relevância para a análise completa do melhor interesse dos diferentes clientes.

Em conclusão, “[a]s investors’ demands become more sophisticated and often hard to characterize ex ante, brokers need the flexibility to carry out the execution in a manner that enables them to entertain a multitude of considerations so as to discharge the duty of best execution in its fullest sense”¹⁰.

É claro que para um funcionamento ideal deste critério flexível, rigorosos critérios de transparência devem ser impostos às instituições intermediárias. Trataremos destes pontos mais adiante.

⁷ Marshall E. Blume, falando em uma “falácia” dos pressupostos da Reg NMS. Cf. Marshall E. Blume, **Competition and Fragmentation in the Equity Markets: The Effects of Regulation NMS**, The Rodney L. White Center for Financial research, Wharton School, 2007, pp. 5 e ss. E mais adiante “investors are different. The concerns facing small retail investors are different from those facing large institutional investors. The same investor in one situation may prefer anonymity, while in another non-anonymity. [...] ‘One size will not fit all’. **Those providing trading services should be given room to experiment to better meet the needs of investors.**” Ibidem, p. 10.

⁸ Em outro estudo já citado, foi dito que “(...) the SEC’s attempt to regulate competitive forces and dynamics trading behaviours through a rigid best price rule riddled with an incomplete list of exceptions only offers a piecemeal approach that may even bring about some perverse incentives and unintended consequences. In a trading environment where investors’ needs become so diverse and competition is no longer about pricing, the expansive notion of best execution may be a more direct solution to the agency problem between brokers and investors because the duty of best execution can not only accord investors adequate price protection but also give traders the flexibility necessary to deal with ever-changing market conditions” Cf. Sean Cai, op. cit., pp. 5 e 6

⁹ Em análise empírica realizada no ano 2000, a Sanford C; Bernstein & Co. identificou que, em sua avaliação quanto às melhores condições de negociação, “**58 percent of on-line traders rate immediacy of execution as more important than a favorable price** in evaluating the quality of a trade execution”. Cf. Marshall E. Blume, **The Structure of the US Equity Markets**, The Rodney L. White Center for Financial Research, Wharton School, 2000, p. 9. Nesse artigo, ele menciona novamente a falácia do conceito de “um tamanho para todos”.

¹⁰ Cf. Sean Cai, op. cit., p. 13.

2.1.3. Política de Execução e Acesso ao Mercado

Partindo para uma avaliação da norma em vigor, a principal preocupação manifestada pelos participantes quanto à adequada aplicação do conceito (flexível) de *best execution* em um contexto de existência de concorrência no mercado de ações brasileiro relacionou-se ao acesso aos mercados existentes. A ANBIMA entende que a regra que dispõe sobre a busca das melhores condições de negócio para o cliente não deve implicar em obrigatoriedade de acesso, pelo intermediário, aos diversos ambientes de negociação existentes.

O mencionado dispositivo da ICVM 505 não impõe essa condição, determinando, muito pelo contrário, que as regras de execução de ordens do intermediário assegurem “que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados” (art. 20, III da Instrução CVM 505/12) e, ainda, que as regras, procedimentos e controles internos do intermediário devem conter informações “sobre os fatores que determinam a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando eles não forem indicados pelo cliente” (art. 20, §1º, X), em ambos os casos informados previamente ao cliente e disponibilizadas na página da rede mundial de computadores do intermediário (art. 20, §4º). A supervisão, pela autorregulação, no sentido de assegurar que os intermediários deixem claro suas práticas de negociação torna-se ainda mais relevante em um contexto de fragmentação de mercados e de informações.

A experiência internacional parece concluir pela mesma orientação, sendo relevante mencionarmos o modelo da União Europeia e o caso da Austrália.

O Modelo da União Europeia sobre a “Política de Execução” do intermediário

A ANBIMA considera importante o relato sobre as discussões acerca da política de execução dos intermediários na União Europeia, dada a proximidade do critério europeu de *best execution* com aquele refletido na Instrução CVM 505/12.

Com a introdução da MiFID na União Europeia (posteriormente incorporada aos ordenamentos jurídicos individuais dos países membros), foi adotado o conceito de melhor execução no interesse dos clientes de forma flexível, como vimos. Essa nova regra inovou com relação às regras anteriores da União Europeia, tendo mudado o foco da regulação de uma regra baseada apenas em preço para uma definição ampla, que abrange diversas dimensões que envolvem a qualidade de execução.

De acordo com o artigo 21(1) da numeração original da MiFID, os intermediários (*investment firms*) devem **tomar todas as medidas razoáveis** (“*take all reasonable steps*”¹¹) para obter, quando executarem ordens de clientes, o melhor resultado possível para eles. Segundo a literatura europeia, esta obrigação é de **meio** (“*best*

¹¹ “Art. 21 (1). Member States shall require that investment firms **take all reasonable steps** to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction.”

*endeavour obligation*¹²), o que quer dizer que ela não é uma obrigação da qual deve resultar necessariamente um resultado específico, mas que ela é atendida caso o intermediário cumpra com determinadas provisões da própria MiFID. Inclusive, falou-se, na Europa, expressamente **em regime de melhores esforços** (“*best efforts*”)¹³.

A política de execução, segundo a regra europeia, envolve substancialmente (i) a descrição de quais as plataformas de negociação acessadas pelo intermediário e qual o critério adotado para escolher entre elas (numeração original: art. 21 (3) da MiFID), (ii) a política de execução deve ter o consentimento prévio dos clientes (numeração original: art. 21 (3) da MiFID), (iii) o intermediário deverá ser capaz de, se solicitado pelo cliente, demonstrar-lhe que suas ordens foram executadas de acordo com a política de execução previamente aprovada por ele (numeração original: art. 21 (5) da MiFID), e (iv) o monitoramento constante sobre a qualidade de execução das ordens (numeração original: art. 21 (4) da MiFID).

Dessa forma, parece-nos que essa lógica, além de exigir a avaliação constante, pelo intermediário, sobre a qualidade da execução, para evidenciar que os resultados estejam sendo os melhores ao cliente, não impõe a obrigação de acesso de todos os intermediários a todos os mercados¹⁴, o que também não seria conceitualmente alinhado com um critério mais flexível de *best execution*.

Como vemos, a Instrução CVM 505/12 adotou, coerentemente, o mesmo conceito de “política de execução” prevista na MiFID como forma de cumprimento, pelo intermediário, da sua obrigação de melhor execução para o cliente, consubstanciada como obrigação de meio, não de resultado. Nesses termos é que a Instrução CVM 505/12 prevê, de forma substancialmente igual, a adoção de política de execução contendo, especialmente, a definição de quais os mercados acessados e os critérios para decidir entre eles.

O Exemplo Australiano

Também no caso australiano, por exemplo, não há obrigação dos intermediários atuarem em todos os mercados¹⁵, devendo ser adotados procedimentos para informar o cliente e de constante avaliação da

¹² Cf. Guido Ferrarini, **Best Execution and Competition Between Trading Venues – MiFID’s Likely Impact**, in *Capital Markets Law Journal*, Vol. 2, Nº 4, 2007, p. 406.

¹³ “Nature of the obligation: ‘best efforts’, meaning the obligation is met by having a policy and effective arrangements for executing orders. The order execution policy must include at least those venues that consistently enable the investment firm to obtain the best possible result when executing client orders. The order execution policy must also include, for each class of instrument, information on the different venues where the ISP executes its client orders and on the factors affecting the choice of execution venue” Cf. **AMF consultation on enforcing the best-execution principles in MiFID and its implementing directive**, julho de 2006, p. 7, item 17.

¹⁴ Comentando o artigo 21(3) da MiFID, numeração original, “this does not mean that every investment firm will have to connect at any cost to almost every execution venue (...). This is consistent with the principle that firms must take all **reasonable** steps to deliver the best possible result”. Cf. Kiran Karande, *MiFID Best Execution Benchmark*, Infosys Technologies, disponível em www.ssrn.com/abstract=982952.

¹⁵ “It is not our expectation that every market participant must connect to every order book offering relevant products. It may be reasonable in some circumstances to decide against connecting to all order books.” *Guidance on ASIC market integrity rules for competition in exchange markets – Disponível em: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg223-published-12-August-2013.pdf/\\$file/rg223-published-12-August-2013.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg223-published-12-August-2013.pdf/$file/rg223-published-12-August-2013.pdf)*

necessidade de alterar a política de *best execution*. Nesse último caso, a alteração pode se dar em função de mudanças materiais nas circunstâncias de mercado (como o ingresso de novo entrante ou o aumento considerável de seu *market share*) ou da constatação que os procedimentos correntes não têm sido bem sucedidos.

Entendemos, portanto, não ser adequada a imposição de obrigatoriedade de acesso de todos intermediários a todas as plataformas de negociação, desde que atendidas as obrigações referentes à política de execução, monitoramento das operações e transparência. O intermediário deve definir a política de execução de ordens, como é feito hoje, e deverá informar, de maneira clara e objetiva, ao cliente, essas práticas. Esta política envolveria, por exemplo, o critério para se definir em qual mercado determinada ordem será executada. Ficaria a cargo do intermediário uma constante avaliação dos mercados onde atua, de forma a verificar se eles efetivamente oferecem os melhores resultados e condições para seus clientes e, conseqüentemente, se seria necessária uma mudança ou inclusão de outro mercado que esteja mais alinhado com a respectiva política de *best execution*, de forma a melhor atender seus clientes.

2.1.4. Prazo de Transição para Adequação às Regras (Phase-In)

No caso da introdução de concorrência no Brasil, foi observado que os intermediários terão que promover as adequadas alterações em suas políticas internas e regras e parâmetros de atuação tempestivamente, após a entrada de um novo concorrente. Isso possivelmente ocorrerá antes que sejam verificadas as condições em que efetivamente passarão a atuar, que sejam estabelecidas eventuais parcerias ou contratos de acesso indireto ou que uma primeira avaliação do(s) consolidador(es) esteja disponível. A esse respeito, foi sugerida a adoção de um prazo de transição para que os intermediários refaçam suas políticas de *best execution* promovendo sua adaptação à atuação em um ambiente concorrencial – por exemplo, de 1 (um) ano. O aviso quanto à entrada de novo mercado conviveria por algum tempo com a política de execução de ordens prévia ao mencionado ingresso, como ocorreu, por exemplo, no caso australiano¹⁶. Após esse período, os intermediários deveriam definir em quais mercados participariam e, conseqüentemente, adequar suas políticas de *best execution*.

2.2 – Diferenciação de fatores por perfil do investidor

- (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 os investidores de alta frequência (HFT)?**

¹⁶ “Market participants may meet their best execution obligation solely on ASX for a transition period: see RG 223.111–RG 223.113 and RG 223.120–RG 223.121.”

Guidance on ASIC market integrity rules for competition in exchange markets – Disponível em:

[http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/RG223-published-21-November-2012.pdf/\\$file/RG223-published-21-November-2012.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/RG223-published-21-November-2012.pdf/$file/RG223-published-21-November-2012.pdf)

(ii) Em caso afirmativo, indicar quais os fatores e os critérios mais apropriados para cada perfil de investidor ou tipo de ordem e as razões para tal?

Os participantes acreditam que devem ser adotados diferentes fatores de *best execution* para diferentes perfis de clientes, notadamente: (i) deixar a critério do intermediário, conforme sua política de execução (ver item acima), os critérios de melhor execução no caso de clientes que sejam investidores sofisticados ou institucionais, e (ii) adotar um critério mais objetivo para o caso de clientes não sofisticados ou de varejo.

Para embasar essa conclusão, o grupo de trabalho da ANBIMA recorreu novamente à experiência europeia, que acreditamos ser a que poderá gerar menos enfrentamentos jurídicos, especialmente dos pequenos investidores, para os quais uma complexa regra de melhor execução, incluindo critérios outros que não custo total, poderia levar a questionamentos mais frequentes. Foi possível verificar que, nas diferentes jurisdições, a classificação de clientes serve como base para a diferenciação de uma série de Regras de Conduta de intermediários – como é o caso do MiFID, na Europa.

Lá, apesar da adoção, como mostramos, de um critério extremamente flexível no nível da redação original da MiFID em 2004, a Commission Directive 2006/73/EC, conhecida como “Implementing Directive”, ou “nível 2” de implantação da MiFID na União Europeia, restringiu a flexibilidade em alguns casos. Especificamente para o que nos interessa neste ponto, a *Implementing Directive* reduziu, para os clientes de varejo (*retail clients*), os fatores de melhor execução previstos na MiFID para o conceito de “*total consideration*”. Especificamente, o artigo 44(3) da *Implementing Directive* prevê que “*where an investment firm executes an order on behalf of a retail client, the best possible result shall be determined in terms of the total consideration, representing the price of the financial instrument and the costs related to execution, which shall include all expenses incurred by the client which are directly related to the execution of the order, including execution venue fees, clearing and settlement fees and any other fees paid to third parties involved in the execution of the order*”.

A justificativa normalmente dada para a adoção desse critério mais objetivo em relação aos clientes de varejo, remonta ao fato de que esse é um critério mais simples para aqueles investidores que desejem monitorar a qualidade de execução de suas ordens. Adicionalmente, entende-se que, em geral, as ordens desse tipo de cliente são pequenas e relativamente fáceis de serem executadas, “*therefore, getting the best price for an instrument and the lowest costs for trading the same should suffice for best execution purposes*”¹⁷.

Foi observado que, embora adequada, a atual regra de *best execution* por considerar uma gama de fatores, também torna difícil, por vezes, atestar seu cumprimento, e que isso pode se agravar com a fragmentação de mercados. Ponderou-se que a utilização de uma gama de fatores para atestar a busca por melhores condições de mercado, é adequadamente flexível no contexto de clientes institucionais, por exemplo, ou de empresas de grande porte, em que as necessidades de negócios e de proteção dos clientes podem não ser atendidas

¹⁷ Cf. Guido Ferrini, op. cit., p. 409.

por simples questões de preços. Ou que lotes e estratégias justifiquem escolhas específicas por diferentes combinações de preços e quantidades, nem sempre privilegiando o primeiro.

No caso de clientes de pequeno porte, do varejo, é mais provável que um critério objetivo como preço, traga simplicidade à política de execução de ordens e facilidade para sua supervisão, além de diminuir o espaço para questionamentos judiciais acerca do critério e forma de execução. Com a existência de múltiplos mercados, vale notar, deve-se adicionar ao conceito objetivo de preço do ativo os diferentes custos em operar nos diferentes ambientes – e tomar como base a variável “*total consideration*”, nos moldes da regulação europeia. O conceito de “custo total” deve envolver, apenas, **custos externos** (ou seja, o custo de intermediação do intermediário não deve ser considerado) e **explícitos** (ou seja, custos de oportunidade, ou custos decorrentes de volatilidade implícita do ativo não devem compor o conceito), como custas, taxas e emolumentos cobrados pelas plataformas de negociação, além de câmaras de custódia e liquidação.

A inclusão dessa diferenciação na forma de regra, que apoiamos, requer a definição, complexa na prática, de **categorias de clientes** – ou pelo menos a definição de quais clientes poderão ser considerados “varejo” – e, portanto, sujeitos necessariamente à regra de custos totais” -, e quais categorias de clientes serão definidos como sofisticados ou institucionais – e, portanto, sujeitos apenas às regras de cada intermediário.

A criação de uma classificação somente para essa finalidade também poderia trazer assimetrias tendo em vista a grande diferenciação de porte e clientela dos diversos intermediários atuando no mercado – sendo complexo determinar conceitos que atendam aos diferentes conjuntos de clientes. Indagou a ANBIMA, em suas discussões internas, se a adoção do conceito de “investidores institucionais”, conforme previsto na Instrução CVM 409, seria possível de ser adotado para esta diferenciação, mas não houve consenso no grupo, havendo instituições que defendiam, por exemplo, um critério mais objetivo de que toda pessoa física fosse tratada como “varejo” e, outras, que sugeriram um paralelo com as políticas de *suitability* de cada intermediário.

Assim, a ANBIMA é favorável à ideia de estabelecimento de um critério mais objetivo para atendimento ao *best execution* voltado para clientes de varejo, e mantidos os atuais critérios flexíveis, definidos na política de execução (como vimos), para os demais clientes. Acredita-se, contudo, que será difícil e complexo traduzir essa possibilidade para a legislação. Assim, sugere-se que essa possibilidade seja autorizada aos intermediários, em suas respectivas políticas de execução de ordens. A medida poderia ser orientada em autorregulação, adotada caso a caso, conforme a respectiva base de clientes, e preferencialmente prever o critério de *total consideration*. A categorização do investidor ficaria a cargo do intermediário – definindo-se orientações gerais. Note-se que, nesse caso, a atual regra fica mantida, admitindo-se a categorização e utilização, não mandatária, do critério de *total consideration*, conforme previsto em política internas de *best execution* e desde que determinados os grupos pertencentes a cada categoria – varejo e demais.

No caso de DMA - *Direct Market Access*, a regra de *best execution* é atendida pois é o próprio cliente que lança a ordem, fornecendo preço e quantidade do ativo que está disposto a comprar e vender, inclusive

direcionando sua ordem ao mercado em que ele deseja. No caso de existirem dois mercados concorrentes, o intermediário deverá dispor de mecanismos que deixem claro para o cliente em que mercado ele está operando, se em apenas um ou nos dois, o que poderia ser atendido por meio da política de execução previamente submetida à aprovação de todos os clientes. Lembramos, também, que as regras de *best execution* apenas são aplicáveis caso o próprio cliente não tenha dado ordens específicas em algum sentido, situação na qual o intermediário deverá obrigatoriamente cumpri-la “nas condições indicadas pelo cliente” (artigo 19 da Instrução CVM 505/12).

2.3 – Conexão e roteamento de ordens

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

Muitas das considerações que fizemos nos itens anteriores são igualmente aplicáveis como pano de fundo a estas respostas, de modo que fazemos, gentilmente, referência ao que foi explorado nos itens anteriores.

De qualquer forma, a principal preocupação manifestada pela ANBIMA diz respeito aos custos envolvidos na conexão e acesso à nova Bolsa, ainda que, como já observado, acredite-se que os benefícios no longo prazo venham a superar eventuais aumentos de custos no curto prazo. O custo de conectividade é fonte de grande preocupação para os intermediários, e uma estimativa de custos mais realista só será possível na medida em que sejam informados os modelos de conexão dos novos entrantes¹⁸.

Os participantes consideraram elevados os custos de roteamento de ordens que acabam por recair sobre os intermediários, uma vez que envolveriam conexão com mais de uma bolsa e investimentos substanciais em tecnologia. Entretanto, consideram válida uma opção alternativa em que os requisitos de conexão sejam fornecidos pelas bolsas (a exemplo das regras sobre *connectivity providers* norte-americanas). As pesquisas

¹⁸ Dentre os tipos de sistema de negociação e pós-negociação, e fontes de custo de conexão para os intermediários, estão os de comunicação (Primesys), os da BM&FBovespa (Megadirect, Sinal Cotação Bovespa, Sinacor, Servidor Relay) e os de processamento de dados/programas. Os custos de conexão variam de acordo com a estrutura da instituição intermediária.

sobre o que ocorreu em outros mercados demonstram que bolsas entrantes oferecem serviços desse tipo gratuitamente ou a baixo custo, fazendo com que a concorrente acabe por seguir a estratégia do primeiro.

De qualquer forma, para efeitos de execução da política de *best execution*, é importante frisar a relevância dos sistemas dos diferentes mercados comunicarem-se entre si de maneira que os intermediários recebam informações alinhadas e aqueles que desejem atuar em mais de um ambiente estejam interligados com reduzidos custos de conexão, ainda que indiretos.

3. Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação

(i) Qual seria a melhor forma de implementar a fita consolidada no Brasil? Um único ou diversos consolidadores? Por quê?

A introdução da possibilidade de transacionar em diferentes plataformas pode resultar na fragmentação da informação de negociação, o que dificulta o processo de formação de preço, caso não seja disponibilizada uma visão consolidada dos preços. Neste caso, alguns investidores podem não ter acesso a toda a informação relevante para tomar decisões informadas, tornando o mercado menos eficiente. A ausência de uma centralização da informação de preços também admite que diferenças de preços entre os vários locais de negociação possam perdurar. Até as próprias entidades listadas podem ter dificuldade em acompanhar a atividade de negociação do(s) seu(s) título(s).

Com isso, a ANBIMA concorda que em um contexto de mercados fragmentados e de concorrência entre ambientes de negociação, a informação consolidada sobre preços ganha papel essencial, devendo sua disponibilização se dar a preços razoáveis para todos os participantes.

Entende-se, também, que em um cenário concorrencial deve ser mantida uma visão consolidada do sistema de cotação de mercado e que este *order book* deve ser completo, robusto e confiável para os usuários dessa informação. Desta forma, os intermediários financeiros, independentemente do tipo e velocidade de acesso que disponham, podem compreender o processo de formação de preços, monitorar sua política de melhor execução de ordens e atestar seu cumprimento. A consolidação também permite que verifiquem com maior facilidade a integridade da informação e identifiquem com maior celeridade os custos de transação em que incorrem.

A consolidação de informação pré e pós-negociação em um mercado fragmentado, à qual todos os participantes possam ter acesso, é do ponto de vista da ANBIMA uma condição de transparência, eficiência de mercado e de qualidade do processo de formação de preços, inclusive ensejando maior confiança dos investidores no mercado. Regras adequadas de consolidação e divulgação de informações pré e pós negociação (transparência) são fundamentais para legitimar o critério mais flexível de melhor execução, que defende-se acima, de forma que a adoção desse critério não acabe por criar um mecanismo obscuro de execução, reduzindo a confiança no mercado de capitais brasileiro e prejudicando a eficiente formação de preços.

A ANBIMA teve oportunidade de analisar algumas das diferentes soluções, bem como as opções tomadas em outras jurisdições, e concluiu que, qualquer que seja a solução preconizada, a entidade consolidadora deve ser devidamente autorizada pela CVM, bem como estar sujeita à regulação desta e à supervisão em base contínua do autorregulador.

As discussões na ANBIMA quanto à melhor solução para implantar a fita consolidada não chegaram a um consenso. Duas soluções foram entendidas como as que apresentam mais vantagens relativamente às restantes: i) a consolidação realizada por uma única entidade aprovada através de uma licitação do regulador, de prazo determinado (ex.: 1 (um) ano, a exemplo do que hoje ocorre com relação à seleção de formadores de mercado); e ii) consolidação por múltiplos consolidadores autorizados pelo regulador.

A opção por um único consolidador centralizado, aprovado e regulado pela CVM, teve receptividade dos membros da ANBIMA e apresenta vantagens, pois garante que:

- Todos os participantes de mercado são tratados de forma equitativa, obtêm ao mesmo tempo a mesma informação consolidada;
- Existe apenas um único *National Best Bid Offer* (NBBO) facilitando a supervisão do autorregulador e regulador da observância da política de execução de ordens nas melhores condições;
- Apesar de único, o consolidador preocupe-se com uma potencial concorrência pelo menos a cada renovação da autorização;
- Os *vendors* de informação poderão continuar a oferecer seus serviços de difusão de informações, mas todos eles deveriam obter a informação sempre da mesma fonte, garantindo a unicidade de informações.

A opção por diversos fornecedores de serviços aprovados e sujeitos à regulação da CVM apresenta um conjunto de vantagens que também se coaduna com o mercado brasileiro pelas seguintes razões:

- Permitir ao mercado procurar uma solução de acordo com as preferências e necessidades dos usuários;
- Possibilitar uma customização de serviços e segmentação dos investidores (e.g. *High Frequency Traders*);
- Aproveitar a oferta de mercado que atualmente já é assegurada por *vendors* e que facilitaria os custos de transição para uma fita consolidadora “oficial”;
- Assegurar a concorrência pelo preço, pela infraestrutura tecnológica e pelos serviços adicionais disponibilizados;
- Incentivar a inovação e a introdução de novos serviços que agreguem valor.

Ambas as soluções poderão ser adotadas, mas sugere-se que, independentemente do modelo escolhido, a CVM realize uma revisão da proposta de consolidação de informação caso se verifique que após um determinado período (2-4 anos) a solução preconizada não satisfizes as necessidades dos participantes de

mercado, no que respeita à qualidade e segurança da informação, à qualidade dos serviços disponibilizados e à adequação dos preços aos serviços prestados. Também foi sugerido que, e particularmente no caso da solução de fita consolidada centralizada, o período de licença leve em conta os custos de implantação, mas não seja demasiado longo.

Por fim, caberá sempre à CVM e ao autorregulador, através de regulação adequada e supervisão contínua, evitar que a solução de múltiplos consolidadores ou de um único conduza a práticas de cartelização ou de monopólio puro, de fixação de preços abusivos e ou de criação de barreiras à entrada.

(ii) No caso de uma única entidade funcionar como consolidador central, como essa entidade poderia ser estabelecida?

Em algumas das jurisdições que possuem fita consolidada o modelo adotado foi a solução centralizada. Todavia, as opções tomadas para a sua constituição foram bem distintas. Consideramos três alternativas possíveis para a constituição deste consolidador central:

- Solução de mercado - apenas uma entidade privada com fins lucrativos demonstra capacidade para assegurar a prestação de serviços de consolidação junto à CVM, assumindo, portanto, uma posição de monopolista. No entanto, não é vedado o acesso a novos entrantes, o que permitiria que o nível de serviços e o sistema de precificação seja supervisionado pelos participantes de mercado. A constituição desta solução não teria intervenção direta do regulador;
- Licitação pública e atribuição de uma licença com duração limitada - O regulador intervém realizando uma licitação pública onde recolhe intenções de potenciais consolidadores. Realiza uma análise das diferentes soluções apresentadas do ponto de vista técnico, organizacional e das condições oferecidas aos usuários dessa informação. A licença atribuída assume um período determinado (3 anos, por exemplo) podendo ser renovado por igual período caso se verifique que as melhores condições para os usuários de informação prevalecem. Apesar de exercer uma posição de monopolista, considera-se um monopólio natural, pois os preços da informação e qualidade de serviço prestado serão monitorados. A ameaça de novos entrantes existe após a expiração da licença;
- Constituição de uma entidade de interesse público - O regulador intervém e fomenta a criação de um consolidador central sem fins lucrativos no qual todos os participantes e entidades gestoras de mercado estejam envolvidos. É uma situação de um monopólio natural no qual os preços praticados serão um repasse dos custos suportados. Não existe ameaça de novos entrantes.

Do ponto de vista de custos, a terceira opção parece ser a mais favorável para os usuários da informação. Contudo, é a mais limitada no que concerne à capacidade de inovação, pois não existindo interesse de gerar lucro, a disponibilidade para investir é menor. Como se considera que a concorrência no mercado acionário brasileiro é uma oportunidade de modernização e de alinhamento com os melhores padrões internacionais, faz sentido privilegiar uma solução que garanta inovação e, simultaneamente, custos razoáveis da informação

consolidada para os participantes de mercado. Assim, considera-se que a segunda opção seria o melhor compromisso possível.

Para o estabelecimento de um consolidador central ser mais eficaz e garantir que nem a inexistência de competição nem a obrigatoriedade de utilização de um único serviço acabem por impactar negativamente os participantes de mercado, deveria ser garantido pela CVM ou pelo autorregulador que:

- a entidade aprovada tenha planos bem definidos que incluam padrões mínimos operacionais e de investimento na infraestrutura tecnológica;
- a licença atribuída não seja por um período muito longo para não afetar a capacidade de inovação do consolidador;
- seja revista periodicamente (anualmente, por exemplo) a política de serviços do Consolidador, bem como os seus planos de Continuidade de Negócio e Recuperação de Desastres;
- a política de precificação do consolidador esteja adequada aos custos incorridos, bem como as políticas de preços das entidades administradoras de mercado não sejam consideradas abusivas;
- a entidade aprovada possua na sua estrutura de governança um órgão consultivo, constituído majoritariamente por membros independentes, com o objetivo de assegurar que a política de preços e os padrões mínimos operacionais serão observados.

No caso dos consolidadores serem os *vendors*, quais deveriam ser os requisitos mínimos para o seu reconhecimento pela CVM?

A ANBIMA entende que a regulação da entidade que presta o serviço de consolidação deva ocorrer¹⁹ e que seja independente da natureza da entidade que a ofereça (*vendor*, intermediário financeiro, entidade administradora de mercado, associação, etc). Nesse sentido, os diversos candidatos seriam elegíveis, desde que exigidos requisitos mínimos de qualidade de serviço, organização, de tecnologia e de segurança para todos, sem exceção, que pelo menos assegurem:

- O acesso equânime a todos os seus clientes em base não discriminatória, embora possam ser definidos diferentes níveis de serviço a custos considerados razoáveis;
- A informação completa, verdadeira e tempestiva e validada em tempo real;

¹⁹ Foram analisados casos em que os próprios participantes de mercado consolidaram a informação proveniente das diversas plataformas de negociação, para seu benefício, como no Canadá. Nesse país, ficou demonstrado que a médio prazo tornou-se muito oneroso manter as exigências tecnológicas. Tal fato suscitou uma intervenção regulatória tornando obrigatória a fita consolidada. Considerando o aparente insucesso de uma experiência com base em uma solução puramente de mercado, contrariamente ao que ocorreu nos EUA, onde a experiência foi bem sucedida e a fita consolidada é obrigada por lei, sugere-se que a CVM regule a atividade de consolidação de informação pré e pós-negócio no mercado acionário brasileiro.

- Formatos de informação que permitam a interoperabilidade e fácil utilização por parte dos participantes de mercado sem custos adicionais;
- A prevenção de conflitos de interesses com outros serviços que a entidade fornecer;
- Mecanismos de detecção de informação errônea, negociação anômala ou omissões de informação;
- Sistemas e controles internos para desenvolver de forma adequada a sua atividade;
- Um sistema de data e hora de ordens sincronizado com um sistema padrão (idealmente assegurado pelo autorregulador) para facilitar a observância da política de melhor execução de ordens;
- A segurança da transferência de informação, a minimização do risco de corrupção de dados e de acessos não autorizados à informação antes da sua divulgação;
- Procedimentos de *back-up* da informação em caso de falhas de sistema;
- Planos de Continuidade de Negócio e Recuperação de Desastre adequados à sua atividade, revistos periodicamente.

Deve ser ainda facultado o acesso público de forma gratuita, após um período de tempo considerado razoável (e.g. 15-20 minutos), à informação consolidada pós-negociação, incluindo preço, volume, local de negociação, valor mobiliário transacionado, momento de execução e momento que a ordem foi enviada para o mercado.

- (iii) Haveria alguma questão de ordem operacional que deveria ser avaliada sob a perspectiva dos usuários e sob a perspectiva do(s) consolidador(es) reconhecido(s) pela CVM, considerando a desvinculação do serviço de fornecimento de informações consolidadas de outros serviços prestados?**

Considera-se que deva ser definido de forma transparente pelo regulador e supervisionado pelo autorregulador o conteúdo mínimo de informação que o consolidador deva disponibilizar de modo a tornar claro quais os serviços considerados de consolidação e quais os serviços adicionais que, por isso, possam estar sujeitos a uma base comercial diferenciada. Entre estes serviços destacam-se:

- a profundidade do livro de ordens pré-negociação mínimo;
- a informação de pós-negociação mínima;
- a latência máxima de disponibilização das ordens.

Por outro lado, deve ser garantido que os administradores de mercado disponibilizem primeiro a informação a todos os consolidadores e em simultâneo, evitando qualquer discriminação. O acesso mais célere à informação consolidada por parte dos usuários deve ser apenas proveniente da qualidade do serviço do consolidador e não de condições iniciais diferenciadas.

O serviço de consolidação de informação de acordo com os padrões mínimos operacionais fixados não poderá ser discriminado em face de outros serviços adicionais proporcionados pelo consolidador. Deverá ser assegurada a mesma latência independentemente do tipo de cliente e do volume de informação adquirida.

Caso o consolidador não consiga assegurar estes princípios, o serviço de fornecimento de informações consolidadas deverá ser desvinculado dos demais.

(iv) Quais seriam os custos relevantes para o(s) consolidador(es)? Favor apresentar estimativas.

No que diz respeito aos custos relevantes para os consolidadores, é importante ter em conta que estes dependerão muito da opção regulatória adotada pela CVM relativamente ao mercado acionário brasileiro e serão mais expressivos quanto maiores forem as exigências regulatórias. Neste particular destacaríamos:

- a necessidade de consolidação de informação pré e pós-negociação ou, por exemplo, como proposto na Europa, apenas considerar uma fita consolidadora para informação pós-negociação;
- no caso de ser exigida consolidação de informação pré-negociação, qual a profundidade de mercado que seria estabelecida - apenas os melhores *bid and ask* do livro de ordens como foi previsto na Austrália ou, todo o livro de ordens como é previsto no Canadá;
- o número de potenciais entrantes, que pelo fato de usarem *hardware, software* e plataformas de processamento e disseminação diferentes obrigam a uma maior flexibilidade do sistema de consolidação;
- a opção por tornar a informação disponível para o público de forma gratuita após um pequeno período temporal implicará custos adicionais para o(s) consolidador(es), especialmente se forem *vendors*;
- caso seja estabelecido um NBBO, à semelhança do que existe nos EUA, para efeitos de *benchmark* da política de melhor execução de ordens, o(s) consolidador(es) terão que ajustar sistematicamente os seus sistemas de processamento de informação para alinhar com o padrão regulatório estabelecido.

Além daqueles que dependem das opções regulatórias, existirão custos relevantes para os consolidadores no que se refere à implantação de uma infraestrutura tecnológica que permita garantir que a informação produzida tem qualidade, é validada de modo eficiente, é de fácil utilização pelos usuários e facilmente integrada nos seus sistemas.

A ANBIMA não se manifestará com relação às estimativas de custo para o consolidador, uma vez que os participantes não tem como projetar tais valores.

(v) Administradores de mercado deveriam poder cobrar pelo fornecimento de dados sobre cotações e ordens executadas ao(s) consolidador(es)?

Com o advento da fragmentação de mercado, pela necessidade dos reguladores e participantes de mercado em acessar informações consolidadas pré e pós-negociação, e dada à introdução de uma nova entidade na cadeia de valor, normalmente independente dos administradores de mercado, passou a existir um segmento voltado para a venda de informação. Hoje em dia, as entidades administradoras de mercado, na sua larga maioria desmutualizadas, apresentam como importante fonte de receitas a venda de informação aos participantes.

O que se constata também é que a consolidação de informação em um mercado sem concorrência não impõe custos adicionais significativos, uma vez que estes provavelmente já estão incorporados nos custos de acesso ao mercado. Logo, os custos existem, apenas não existe transparência sobre quais são esses custos.

De qualquer forma se considerarmos que, em algumas jurisdições, entidades administradoras de mercado conseguem disponibilizar em tempo real informação sobre o volume de negociação dos seus mercados, é possível supor que a produção dessa informação não pode ter um custo muito relevante para as entidades administradoras de mercado.

Desta forma, a ANBIMA considera que o fornecimento de informação aos consolidadores deveria ser realizado numa base de repasse de custos e não com intuito comercial. Além disso, nenhuma entidade administradora de mercado deveria ser autorizada a sobrevalorizar a informação do mercado que administre de forma desproporcionada à representatividade deste.

Assim, caso as entidades administradoras de mercado sejam consolidadores de informação, a fim de assegurar princípios saudáveis de concorrência, as respectivas informações deveriam ser disponibilizada sem custos à(s) entidade(s) consolidadora(s) de informação com ela(s) relacionada(s).

(vi) Administradores de mercado deveriam poder exercer o papel de consolidadores?

As entidades administradoras de mercado já exercem essa função em um ambiente sem concorrência, sendo nosso entendimento, portanto, que não deva ser vedado o acesso à atividade de consolidação de informação a essas entidades. Contudo, deverão ser previstas na regulamentação salvaguardas de modo a permitir uma concorrência saudável entre fornecedores de serviços de consolidação de informação ou uma prática não abusiva da entidade administradora de mercado se for o único consolidador.

Em primeiro lugar, caso as entidades administradoras de mercado sejam consolidadores, deverão ter condições iniciais semelhantes aos restantes consolidadores, ou seja, apenas existirem custos com a aquisição da informação proveniente de outras entidades administradoras de mercado que não sejam consolidadoras de informação.

Em segundo lugar, os custos de aquisição de informação de uma entidade administradora de mercado que não seja consolidador de informação não poderão ser desproporcionais à representatividade do mercado que administram.

Por fim, devem ser dispostas regras com vistas a garantir que a entidade administradora de mercado segregue as suas funções de administrador e consolidador exigindo que:

- os administradores de mercado tenham controles para prevenir ordens anômalas;
- a informação seja transmitida em segurança e que não possam existir acessos não autorizados à informação previamente ao acesso a essa pelo consolidador;
- os administradores de mercado tomem todas as medidas para garantir que a informação pré e pós-negociação é correta, completa e organizada.

(vii) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre fita consolidada e consolidadores que julgar relevantes.

Principais alterações regulatórias

Norma específica da CVM para definir:

- a função de consolidador;
- requisitos organizacionais;
- entidades elegíveis;
- condições de autorização de entidades consolidadoras;
- as condições de cancelamento de entidades consolidadoras.

4. Supervisão, autorregulação e normatização

(i) Quais seriam os aspectos positivos ou negativos da estrutura atual de autorregulação, em existindo diversas bolsas concorrentes?

A Instrução nº 461 trata extensivamente da atividade de autorregulação a ser exercida pelas entidades administradoras de mercado, inclusive tornando obrigatória a existência de uma estrutura de autorregulação nessas entidades ou sua contratação de terceiros. Conseqüentemente, a entrada de uma nova Bolsa como participante do mercado possivelmente ensejará a criação de uma nova estrutura de autorregulação pelo entrante.

Analisando em detalhe o impacto da existência de diversas bolsas concorrentes, a manutenção da atual estrutura de autorregulação acarreta, do nosso ponto de vista, alguns aspectos positivos. Estes estão diretamente relacionados com o desenvolvimento acumulado e progressivo de competências técnicas específicas para acompanhar o negócio e maior capacidade para alocar recursos humanos e financeiros exclusivamente para a supervisão desta atividade que estas estruturas de autorregulação possuem. Também

parecem apresentar maior capacidade para acompanhar o progresso tecnológico da entidade supervisionada, o que possivelmente não ocorreria em um contexto em que essa função fique centralizada apenas na CVM.

Finalmente, não existe a necessidade de o regulador adotar novos procedimentos de supervisão de mercado devido à entrada de novas plataformas de negociação. Essa dificuldade seria suprida pela criação de estruturas adequadas às atividades que as entidades vão exercer.

No entanto, a ANBIMA identificou pontos negativos na estrutura atual de regulação. Em primeiro lugar, nos parece que a estrutura de autorregulação deva ser neutra face à concorrência. A imposição legal de criação de uma estrutura de autorregulação própria pode ser uma barreira à entrada de concorrência, ou ainda, à sobrevivência da concorrência a médio prazo.

A abertura à concorrência em outros mercados, caracterizados durante muitos anos por monopólios naturais, revelou que nos primeiros anos de atividade as entidades concorrentes não conseguem obter lucros. Tal fato implica a saída do mercado e permite a Bolsa local fazer perdurar no tempo a sua posição dominante. Num momento inicial, os custos de implantar uma nova estrutura de autorregulação ou a delegação a uma terceira entidade, conforme prevê a instrução da CVM nº 461²⁰, poderão ser desproporcionais à dimensão e à complexidade da atividade da(s) nova(s) bolsa(s) concorrente(s).

Em segundo lugar, a atual estrutura de autorregulação impõe custos adicionais, não apenas aos potenciais entrantes, mas às entidades administradoras de mercado, que, tratando-se de entidades com fins lucrativos, são repassados para os participantes de mercado e para os investidores.

Em terceiro lugar, diversas estruturas de autorregulação com abordagens de supervisão diferenciadas dificultam a capacidade da CVM de monitoramento da atividade dos autorreguladores. Concomitantemente, esta abordagem diferenciada também torna mais difícil a observância das regras por parte dos participantes de mercado. Atualmente, é possível dizer com certo grau de conforto que um dos maiores custos impostos ao intermediário é o de *compliance* com as diversas regras a que estão sujeitos, não apenas no nível de regulação da CVM, mas, em mais detalhes, pelas minuciosas regras criadas pelo (único) autorregulador existente. Em um contexto de multiplicidade de ambientes de negociação, mantida a atual estrutura de autorregulação prevista na Instrução CVM 461/07, multiplicariam-se os autorreguladores (ou seria contratado o único autorregulador existente para esse fim, o que nos parece estar longe da realidade prática), o que tornaria, supõe-se, inviável o custo de cumprimento dessa miríade de regras, potencialmente díspares entre si. Os custos daí decorrentes poderiam ser repassados aos clientes finais.

²⁰ “Art. 36 - (...)”

§3º - A entidade administradora do mercado organizado pode constituir associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico, que exerça as funções de fiscalização e supervisão de que trata este artigo, ou, ainda, **contratar terceiro independente para exercer tais funções.**

§4º - Na hipótese do §3º, a sociedade controlada ou o terceiro contratado deverão observar as restrições decorrentes do sigilo a ser preservado sobre as operações realizadas em mercado, bem como as demais normas estabelecidas para o Conselho de Autorregulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Departamento de Auto-Regulação.”

Em quarto lugar, muito embora a estrutura de autorregulação desfrute de independência técnica entre o autorregulador e o administrador do mercado organizado e que tenham sido assegurados mecanismos para prevenção de conflitos de interesses²¹ é possível afirmar que sempre poderá persistir uma relação próxima entre supervisionado e estrutura de autorregulação, notadamente por serem duas entidades privadas relacionadas (e.g. Associado Mantenedor continuará a ser a supervisionada, a designação dos membros do Conselho de Supervisão, do Diretor de Autorregulação e a aprovação prévia do plano anual de supervisão continuarão a ser responsabilidade da assembleia-geral onde a supervisionada terá maioria e poder de decisão). Além disso, a dotação orçamentária do autorregulador, em grande parte, pode continuar sendo derivada de destinação feita pelo administrador do mercado organizado, gerando um incentivo negativo para a qualidade de supervisão do mercado.

(ii) Considerando a hipótese de diversas bolsas concorrentes, a estrutura atual de autorregulação seria adequada?

Caso a resposta seja afirmativa:

(ii.a) Apresente razões, considerando as preocupações mencionadas anteriormente. Considerando a hipótese de várias bolsas, a constituição de múltiplos departamentos de autorregulação afetaria as suas atividades? Como? Considerando o ambiente de múltiplos mercados, quais seriam os pontos mais relevantes que necessitariam de atuação integrada entre os autorreguladores, bem como entre os departamentos de autorregulação? Como a autorregulação de cada entidade do mercado poderia se organizar conjuntamente, de forma a continuar exercendo o papel de auxiliar da CVM na supervisão do mercado como um todo?

Caso a resposta seja negativa:

(ii.b) Qual seria 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 custos de implantação e manutenção? Como eles deveriam e poderiam ser financiados?

²¹ Para viabilizar a atuação do atual autorregulador, foram assegurados pela regulamentação os seguintes atributos: i) personalidade jurídica e patrimônio próprios; ii) autoridade administrativa independente; iii) ausência de subordinação hierárquica; iv) mandato fixo e estabilidade do diretor de autorregulação e dos conselheiros; e v) autonomia administrativa, financeira e orçamentária.

A autorregulação no mercado financeiro brasileiro, à semelhança do que ocorre em outras jurisdições, desempenha um importante papel a serviço dos investidores, da indústria e do governo. Desta forma é nosso entendimento que uma estrutura de autorregulação deva ser simples, transparente e que minimize a duplicação de regras e interpretações conflitantes destas.

Atualmente, as instituições participantes da Bolsa e, portanto, sujeitas a fiscalização e supervisão por parte da sua entidade autorreguladora e da própria entidade administradora de mercado, arcam com um custo de observância dessas regras que não é desprezível, na medida em que, por exemplo, são deslocados funcionários de suas funções habituais para atender à auditoria da entidade supervisora, tanto para aquelas realizadas *in loco* quanto aquelas realizadas à distância, em alguns casos em duplicidade. Cabe destacar que o período de auditoria pode variar de poucas semanas até vários meses, em função da necessidade de atender diversos pedidos por parte das entidades supervisoras.

Diante desse cenário, consideramos que a convivência de duas ou mais entidades autorreguladoras do mesmo segmento acaba por se tornar inviável pelas seguintes circunstâncias:

- Proteção ao investidor – centralizar em um único autorregulador aumenta a eficiência da supervisão, a clareza e permite poupar custos na regulação dos mercados financeiros²²;
- Elevado custo de observância - que pode levar, num limite extremo, à alocação de funcionários apenas para atender às auditorias das entidades supervisoras não obedecendo a princípios de adequação e proporcionalidade, tendo em conta a natureza, a dimensão e a complexidade das atividades das entidades supervisionadas;
- Arbitragem regulatória e dificuldade de monitoramento do regulador financeiro - caso existam duas ou mais entidades autorreguladoras nesse mercado, na medida em que existe a possibilidade de que uma entidade supervisora possa flexibilizar os seus padrões de forma a, por exemplo, permitir a entrada de intermediários inadequados ou que não foram aceitos pelas outras entidades. Esse comportamento poderia ter como consequência, por exemplo, um aumento no risco sistêmico, ao permitir a participação no segmento de instituições que não apresentem condições técnicas ou financeiras mínimas. Cabe lembrar que durante muitos anos a estrutura do mercado acionário brasileiro contou com a presença de mais de uma Bolsa, sendo que vários dos ambientes existentes eram caracterizados por baixa liquidez, e que durante esse período pôde ser observada a prática de arbitragem regulatória que levou à perda de credibilidade dos mercados menos regulados.

Diante do exposto, a ANBIMA acredita que a melhor configuração para o segmento é a **centralização da supervisão em apenas um autorregulador**, que ficaria sob a supervisão da CVM, como já ocorre hoje. Foi questionado se esse arranjo resultaria de uma disposição regulatória ou de um acordo do mercado. Uma possibilidade, já prevista na regulação em vigor, é a de contratação de um terceiro para exercer a função de

²² Estes argumentos já foram utilizados anteriormente em outras jurisdições aquando do processo de centralização da autorregulação. Ver por exemplo: <http://www.sec.gov/rules/sro/nasd/2007/34-56145.pdf>

supervisão. Esta opção, contudo, é vista com ressalvas, pois, na configuração de mercado atual, uma eventual entrante pode ter reservas quanto ao envio de informações para uma terceirizada ligada verticalmente a uma empresa concorrente, como ocorre hoje no mercado brasileiro.

A solução preconizada seria então a criação de uma entidade apartada das diferentes estruturas de autorregulação existentes,²³ responsável pela supervisão de todos os mercados previstos na instrução da CVM nº 461 e sob responsabilidade direta da CVM.

O modelo sugerido permitiria mitigar os aspectos negativos anteriormente apontados à manutenção da atual estrutura de autorregulação e tornaria a regulação mais transparente diminuindo a possibilidade de arbitragem.

À CVM caberia a definição das regras de mercado genéricas e posterior alinhamento destas com o novo autorregulador. Este por sua vez teria a responsabilidade de adequá-las à sua supervisão. A aprovação de regras específicas de negociação e o detalhamento técnico de determinado normativo seria competência da nova entidade autorreguladora.

A estrutura proposta seria uma nova pessoa jurídica sem fins lucrativos, e, de forma a mitigar conflitos de interesse, deveria ela ser dotada de patrimônio e orçamento próprios e usufruindo de autonomia administrativa e financeira.

Embora independente, a entidade deverá estar subordinada hierarquicamente ao regulador estatutário (CVM) e sua estrutura de governança deverá incluir membros designados pelas entidades administradoras de mercado, pelos intermediários, pelas companhias abertas e pelo regulador. Para assegurar a representatividade de todos os envolvidos sugere-se a utilização de critérios objetivos, como a dimensão das entidades e dos segmentos de negócios. A estrutura de governança deve ainda prever a criação de comitês independentes incluindo o de auditoria, remunerações, nomeações e de supervisão.

Os mesmos critérios de participação proporcional na administração do novo autorregulador único, entendemos ser necessária a definição da forma pela qual será feita a dotação orçamentária dessa entidade, de forma a mitigar conflitos de interesse de acordo com a origem de seus recursos financeiros. Além de constituírem fontes de receita dessa entidade aquelas originariamente oriundas de sua atividade de supervisão (multas aplicadas, etc.), deverão contribuir para sua manutenção, de acordo com critérios de proporcionalidade a serem definidos pela CVM, todos os administradores de mercados organizados, além de ser possível também à CVM contribuir com o orçamento (conforme já prevê hoje a Lei 6.385/76, no artigo 14).

²³ Apesar da consulta se dirigir apenas ao mercado acionário importa relembrar que a atual estrutura regulatória existente é responsável pela supervisão de outros mercados para além desse.

Quanto aos participantes de mercado, espera-se que, com um único autorregulador, os seus custos de observância venham a diminuir, pois as instituições podem deixar de pagar taxas de autorregulação a diversas entidades. A supervisão tenderá a ser mais consolidada e o seu calendário mais articulado, de modo a evitar fiscalizações duplicadas e custos de auditoria adicionais.

Quanto aos custos de implantação da nova estrutura de autorregulação, sua magnitude depende da forma como será realizada a constituição do novo autorregulador (criação de uma nova entidade, fusão das estruturas de autorregulação existentes ou transferência de recursos técnicos e humanos para uma nova entidade). Ainda assim, teriam impacto sobre a infraestrutura tecnológica atualmente estabelecida que é propriedade dessas entidades e sobre o quadro de recursos humanos existente. No entanto, ponderou-se que existem sinergias organizacionais que permitem que recursos técnicos, humanos e financeiros possam ser utilizados de forma mais eficiente diminuindo estes custos iniciais de implantação.

A maior dificuldade, em nossa opinião, consiste em assegurar, no momento inicial da nova entidade, elevados padrões de qualidade de supervisão de mercado, pois esta ainda não conta com *expertise* e recursos humanos suficientemente preparados para o desafio. Processos de centralização da autorregulação em diferentes jurisdições já ocorridos demonstraram que a solução pode passar por contratar *staff* das estruturas de autorregulação já existentes.

Os custos de manutenção tenderiam a ser inferiores aos das estruturas já existentes porque existiria, por exemplo, apenas uma governança, uma única diretoria de autorregulação ou um único auditor independente, entre outras racionalizações de custos.

A estrutura de autorregulação apresenta hoje um modelo de financiamento que nos parece ser eficiente e adequado. O MRP, cuja administração é hoje a principal fonte de financiamento regular da BSM, pode manter-se num contexto de um único autorregulador, desde que asseguradas eventuais questões legais e alterações legislativas necessárias. Assim, consideramos que as fontes de financiamento poderão continuar a ser as atualmente previstas, a saber:

- I. Contribuições dos associados (idealmente entidades administradoras de mercado e participantes de mercado);
- II. Taxa referente à administração de MRP, nos termos de regulamentação estabelecida pela CVM; e
- III. Taxas relacionadas às atividades de supervisão, fiscalização, auditoria, suporte operacional e administrativo e outros serviços.

No que diz respeito aos custos de observância, os participantes não souberam precisar em valores o quanto impactaria em termos de custos a entrada de uma nova entidade supervisora, pois não possuem informações suficientes para fazer tal avaliação. Foram citados casos em que até metade dos funcionários da instituição acabam sendo direcionados em algum momento para atender a visita da entidade supervisora. Os longos períodos de supervisão *in loco* que são observados normalmente, caso duplicados, certamente responderiam

por um substancial aumento de custos de observância, com impactos sendo sentidos de maneira mais forte pelas instituições de menor porte e que atuam com uma estrutura mais enxuta. Neste último caso, o custo giraria em torno de R\$ 90 mil por supervisão, enquanto que para as corretoras de maior porte, com uma base mais ampla de clientes, teriam um custo por volta de R\$ 15 milhões.

(iii) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre estrutura de autorregulação que julgar relevantes.

O debate sobre a melhor estrutura de autorregulação no mercado financeiro é muito atual. Recentemente, nos EUA, a *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) solicitou à *Securities and Exchange Commission* (SEC) uma revisão de toda a estrutura regulatória notadamente quanto à relação entre bolsas, participantes de mercado e respectiva estrutura de autorregulação²⁴.

Nessa carta é destacada a importância, cada vez maior, da resposta eficiente da estrutura de autorregulação às alterações nos mercados. São elencadas quatro áreas fundamentais em que o regulador deve intervir:

- o que é hoje uma bolsa de valores e será ainda uma entidade autorreguladora – com a privatização das bolsas e o movimento recente de delegação de funções de fiscalização num autorregulador (FINRA), as bolsas de valores foram perdendo uma função primordial da sua atividade e centraram-se em outras atividades;
- as bolsas competem com os participantes de mercado que regulam – as bolsas passaram a competir diretamente com os participantes de mercado quer pela execução de ordens, desenhando sistemas de roteamento automático e ofertando pacotes de serviços por segmento de investidor, quer pela venda de informação aos usuários;
- disparidades regulatórias que afetam a competitividade – como as bolsas fazem jus a um enquadramento regulatório diferenciado, estão sujeitas a responsabilidades legais e financeiras mais brandas ou requisitos mais flexíveis em termos de melhor execução de ordens quando comparados aos participantes de mercado;
- financiamento da autorregulação – os participantes de mercado estão sujeitos a inúmeras taxas, algumas em duplicado pois pagam na maioria dos casos dois serviços de autorregulação (Bolsa e FINRA). Os custos de autorregulação da maioria dos autorreguladores não são transparentes e em muitos casos parecem ser desproporcionais à atividade realizada.

A SIFMA aponta vantagens na centralização da autorregulação na FINRA. Observa que traria maior clareza e uniformização das regras, menores custos para participantes e investidores, e maior eficiência.

²⁴ O conteúdo integral da carta remetida à SEC poderá ser acessado em: <http://www.sifma.org/comment-letters/2013/sifma-submits-comments-to-the-sec-requesting-a-review-of-the-self-regulatory-structure-of-securities-markets/>

Principais alterações regulatórias:

- Instrução CVM nº 461 deve ser alterada em conformidade – incluindo os artigos: 9º, 19, a seção IV, o capítulo IV, art. 77 e todas as menções ao longo da Instrução às estruturas próprias de autorregulação;
- Definir Estatuto Social do novo Autorregulador e sujeitá-lo a consulta pública;
- Regulamento do MRP para acomodar a participação de novas entidades administradoras de mercado e assegurar que a gestão deste é realizada pelo autorregulador.

Estamos à disposição da CVM para quaisquer esclarecimentos sobre as manifestações trazidas por esse documento.

Aproveitamos para reiterar nossos cumprimentos pela presente consulta e novamente agradecer a oportunidade de contribuir para essa relevante discussão.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

José Carlos Doherty

Superintendente-Geral