

Em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/13, de 13/06/2013, referente à apresentação de alternativas regulatórias relacionadas à identificação, mitigação e gerenciamento de riscos decorrentes de fragmentação de liquidez e de dados e à possível mudança na estrutura de autorregulação, tendo em vista a hipótese de concorrência entre plataformas de negociação.

Apresentamos a seguir as repostas aos quesitos da referida Audiência Pública com o único e exclusivo objetivo de estabelecer as condições de mercado que julgamos ser justas, adequadas à realidade brasileira e possíveis, considerando-se os aspectos de custos de implantação e modificação das regras de negócios existentes.

### 3.1. 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?**

Conforme foi mencionado na exposição que antecedeu às perguntas desse item, a criação de um conjunto de regras que ordene os procedimentos e mitigue os riscos durante a busca pela melhor execução de uma ordem, considerando um ambiente de competitividade entre diversos sistemas de negociação, é uma preocupação capital dos reguladores do mercado ao redor do mundo.

No Brasil essa realidade não se fez presente até o momento, pois no passado a concorrência entre diversas bolsas apresentava características de menor velocidade de execução e preços bem arbitrados nas ações consideradas como de primeira linha. Com o advento da consolidação das bolsas essa preocupação desapareceu e agora a Comissão de Valores Mobiliários atua preventivamente no preparo de regras para a hipótese de fragmentação de liquidez, em virtude da entrada de novas plataformas de negociação no Brasil.

Nosso entendimento é que existem dois modelos centrais no mundo e algumas variantes desses modelos, cada uma buscando alcançar as particularidades do mercado local, assim como adaptar regras e costumes locais à estrutura selecionada. Um modelo é o norte-americano, designado como *National Market System* (NMS) e o outro o modelo europeu, cuja variante mais próxima das características oferecidas pela CVM é o *Market in Financial Instruments Directives* (MiFID).

Ambas as regras de melhor execução funcionam bem, mas o nosso entendimento é que o mercado europeu tem características mais próximas do mercado brasileiro e as regras do MiFID teriam um menor impacto operacional e financeiro para serem implantadas no Brasil. O conjunto regulatório que atende à regra da melhor execução, descrito no item conhecido como *Rule 611*, é mais apropriado à situação em que o balcão compete diretamente com as bolsas com os mesmos produtos e características e quando existe a possibilidade das negociações migrarem entre ambientes de negociação totalmente regulados e ambiente de negociação que são apenas acompanhados pela autoridade reguladora.

## Considerações à Audiência Pública SDM Nº 05/13

O estágio de desenvolvimento de nossa estrutura de regulação tem repetidamente se mostrado superior àquela vigente nos Estados Unidos da América, mormente quando observada a surpresa das autoridades com o ocorrido durante a Crise Global 2008.

O sistema financeiro europeu apresenta um conjunto de alternativas de negociação menor e as regras foram criadas posteriormente ao NMS, oferecendo a possibilidade de uma estrutura mais consistente do que a estrutura do NMS, que já foi objeto de diversas atualizações e correções ao longo de sua vigência, sendo que a mais profunda revisão ocorreu no início da década de 1990 e daí se sucederam pequenos ajustes.

Para a implantação de um modelo de melhor execução acreditamos que devem ser preocupações centrais do regulador:

- a) Os custos para implantação dos sistemas de roteamento de ordens, necessários ao processo de melhor execução. É importante lembrar que os mercados norte-americano e europeu, base de nossas referências de modelos, apresentam um volume de transações muito superior ao do mercado brasileiro, assim como é possível identificar uma maior diversidade de investidores participando do mercado. Esses elementos facilitam a diluição de custos para a implantação e operacionalização das regras de melhor execução, que são intensivas em caras tecnologias e mão-de-obra.
- b) Os mecanismos de repasse desses custos de melhor execução aos clientes finais elegíveis.
- c) A identificação de produtos e clientes que necessariamente deverão ser atendidos pelo mecanismo de melhor execução, bem como aqueles que devem ser excluídos e, adicionalmente, a possibilidade de haver a opção pelo mecanismo de forma automática ou manual.
- d) A possibilidade de criação de centros ou núcleos de roteamento, onde os intermediários de menor porte poderão obter o enquadramento às normas através de mecanismos que garantam a mutualização de custos, simplificação tecnológica e mitigação de riscos operacionais.
- e) Critérios para o atendimento da norma, através do estabelecimento de um conceito de melhor execução e da criação de intervalos de preço, que seriam considerados como aceitáveis para as ordens que tiverem sido roteadas para as plataformas. Esse ponto é fundamental para os ativos e plataformas onde for identificada a presença de investidores de alta frequência, em razão de ocorrer uma forte instabilidade no primeiro nível das ofertas.

Esses critérios serão mais bem observados nas respostas às próximas perguntas.

**(ii) Seria desejável o estabelecimento de critérios/parâmetros para 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?**

Sim, acreditamos que a melhor execução deveria estar associada a múltiplos fatores e não somente ao preço, embora não se possa descartar a importância do fato do melhor preço ser buscado a todo o momento.

Nos mercados onde a negociação através de sistemas automatizados por algoritmos se faz presente é muito comum observar uma elevada volatilidade no primeiro nível de preços do livro de ordens, dificultando ao intermediário garantir que a oferta poderá ser fechada àquele nível de preços.

Uma possibilidade nada remota é que o roteamento da ordem de um investidor para um mercado onde essa volatilidade no primeiro nível de preços do livro de ordem é presente poderia até mesmo prejudicar o investidor. Caso não existisse uma suficiente densidade de participantes no primeiro nível de preços do livro de ordens e se houvesse grande profundidade no livro de ordens, poderá se chegar à situação em que se impediria a execução de ordens limitadas ou que penalizariam as ordens a mercado com um custo indireto de execução (conhecido como *slipage*). Vejamos como poderia ocorrer essa situação para uma oferta limitada. O roteador receberia uma oferta do investidor e a rotearia para a plataforma com melhor condição de execução, porém um sistema automático de execução de ordens poderia alcançar a oferta desejada na plataforma antes do roteador do intermediário, eliminando a oferta desejada. O roteador do intermediário teria, então, que cancelar a oferta – note-se que agora essa oferta estaria apresentada à plataforma e estaria visível ao mercado no primeiro nível de preços do livro de ordem, algo poderia não ser de interesse do investidor – e a oferta seria reapresentada à plataforma que apresentar novamente o melhor preço, mas não mais se poderia garantir que a oferta seria executada ou que o preço esteja disponível no mercado, conforme a expectativa e as condições iniciais<sup>1</sup>.

Por situações como a descrita acima, mais sensível nos ativos de menor liquidez, acreditamos que a CVM deveria estabelecer critérios e parâmetros para a execução da ordem de acordo com os princípios da melhor oferta, evitando-se a frustração de um negócio.

Deve ser criado um Comitê de Assessoramento para o Mecanismo de Melhor Execução, com a coordenação da CVM e participação dos administradores das plataformas, ANCORD e ANBIMA, em modelo semelhante ao Comitê de Assessoramento de Assuntos de Risco (CA2R), que foi estruturado pelo Banco Central do Brasil quando da introdução das Regras de Basiléia. O Comitê apontaria para a CVM estudos sobre o comportamento dos livros de oferta de diferentes ativos e

---

<sup>1</sup> Esse ponto vem sendo objeto de estudos no âmbito do NMS e também é tema de material técnico do MiFID. No livro de Arnuk e Saluzzi o tema é tratado com um enfoque crítico pela suspeita dos autores de que os operadores de mecanismos de alta frequência estejam realizando operações de colocação de ordens e cancelamento instantâneo com o objetivo de induzir os roteadores a falhas ou de descobrir potenciais operadores do mercado e seus preços e, com isso, obter lucro em mercados arbitrados.

mercados, a atividade de arbitradores e sugeriria formas de regulação e supervisão de novas operações e mercados para que a CVM normatize a matéria, designe os investidores, ativos e operações amparados pela regra de melhor oferta e as exclusões necessárias.

Acreditamos que esse processo de parceria com um Comitê Técnico poderia reduzir significativamente o tempo de preparação das normas técnicas e que facilitaria a criação de critérios, procedimentos e regras práticas para os administradores de plataformas e intermediários. A CVM criaria as regras com as definições e o estabelecimento de princípios a serem seguidos pelo mercado e determinaria que a aplicação dessas regras se sujeitaria às regras e parâmetros a serem estabelecidos pelas normas técnicas.

Uma alternativa para análise da CVM e adoção de uma regra seria aquela que garantisse, para as ordens roteadas através da regra de melhor execução, que a diferença não atingisse o segundo nível de preço do livro de ordens da plataforma com melhor preço e que, no de uma análise posterior da operação executada, seja possível avaliar o efeito global de custos diretos para o investidor<sup>2</sup>. Para tanto deve ser feito o seguinte:

- Oferta elegível ao sistema de roteamento na regra de melhor execução seria apresentada na plataforma considerando, sujeita a análise posterior pela supervisão, à possibilidade dessa execução ter atendido até o segundo nível de preço do livro de ordem da plataforma com melhor preço<sup>3</sup>.
- A execução deverá considerar o custo direto total do cliente, analisando a possibilidade de se obter o melhor resultado para o cliente, considerando não somente o preço, mas também os demais custos diretos de execução.
- As condições de tamanho de uma ordem devem ser consideradas no roteamento da ordem, minimizando-se a ocorrência das execuções parciais e os eventuais custos indiretos decorrentes de demora na execução (*timing*) e penetração no livro de ordens da plataforma, obtendo-se um preço médio de execução pior do que aquele inicialmente desejado pelo investidor (*slippage*).

---

<sup>2</sup> No caso estamos nos referindo a custos diretos para o investidor com a intenção de que se minimizem, além do efeito preço, os demais custos visíveis na nota de corretagem, tais como: a corretagem do intermediário, os emolumentos e demais taxas da bolsa e os custos de negociação na plataforma, se esses estiverem destacados para cobrança ao cliente final da ordem.

<sup>3</sup> As plataformas poderiam ter uma análise do diferencial de preços normalmente praticado pelo mercado entre o primeiro e o segundo melhor preço do livro de oferta (em média) e daí se buscar a otimização de quantidade da ordem, evitando-se a exposição do risco do cliente à volatilidade de preços intradiários, em virtude de uma eventual demora na execução.

### 3.2. Diferenciação dos 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)?**

Para esse questionamento não se deveria criar uma regra para cada investidor, mas sim uma regra geral, válida para todos os investidores, estratégias e ativos que se enquadrarem nos critérios de inclusão da regra e uma lista de exclusões à aplicação da regra. Nesse caso trata-se de uma regra mista entre os modelos MiFID e o NMS, buscando de ambos elementos que se adaptam melhor à realidade do mercado financeiro brasileiro e que não se mostrem suficientemente rígidas em seus pontos fundamentais para retardar a evolução das regras à medida que o mercado se modifica.

O uso de critérios menos restritivos, baseados no conceito de custo global de execução é retirado do modelo de melhor execução MiFID, vigente na Europa e cuja base está sob a supervisão e regulação da *Financial Services Authority* (FSA). Já o processo de exclusões é mais amplo no modelo norte-americano NMS, sob a supervisão e regulação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), do que no MiFID.

Identificar o tipo de cliente a ser atendido com um determinado tipo de parâmetro e diferenciar as regras, variáveis a serem empregadas e buscar o roteamento atendendo a critérios de melhor custo global acabaria por produzir nos sistemas de roteamento uma baixa velocidade de execução, conhecida por latência, e uma elevada probabilidade de ocorrências de falhas operacionais, ambas causadas pelo enorme volume de alternativas que surgiriam.

Deve ser apresentada uma regra e um conjunto de parâmetros que seriam aplicáveis a todos os investidores considerados como elegíveis ao roteamento para melhor execução e que seja criada uma regra de exclusão, evitando-se que estratégias mais elaboradas e que demandam o comando do próprio cliente para uma determinada plataforma sejam prejudicadas.

- (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?**

Nosso posicionamento com relação à diferenciação, conforme colocado anteriormente, envolve a criação de critérios de cobertura da regra e exclusão, envolvendo os ativos negociados, estratégias individuais e perfis de investidores.

Seriam valores mobiliários excluídos do mecanismo de roteamento de ordens e, portanto, não contariam com a obrigatoriedade do mecanismo pelos intermediários:

- a) Aqueles restritos a somente uma das plataformas concorrentes.
- b) Aqueles que forem enquadrados como objeto de arbitragem de preços por investidores especialistas, em critério estatisticamente estabelecido e baseado na

amostragem dos últimos três meses. Essa lista de enquadramento seria objeto de revisão trimestral.

- c) Os ativos que tiverem um programa de *market making* estabelecido e comunicado à CVM, passando a ser de responsabilidade do *market maker* o atendimento às regras de melhor execução.
- d) Os ativos considerados como de baixa liquidez, nesse caso considerando não apenas a frequência diária de negócios, como também o tamanho do negócio e das ofertas. Nesse caso, a proteção do cliente viria do chamado custo indireto de execução, pois não seria possível executar integralmente a ordem do cliente naquele mercado e ainda haveria uma revelação da estratégia.
- e) Os ativos envolvidos em estratégias, previamente estabelecidas, onde o cliente necessita do fechamento de múltiplos negócios ou onde ocorreria o benefício de custos de execução, margem de garantia ou outro fator que esteja vinculado à execução do negócio ou à custódia da posição.
- f) As ordens que forem classificadas como estratégias de execução conjunta de múltiplos ativos, tais como: arbitragem long-short, arbitragem de carteiras, montagens e desmontagens de ETF, arbitragem de ADR, *cash and carry* com carteiras ou ações individuais e índices de ações, negociação de volatilidade etc.
- g) As ordens que se caracterizarem por buscar o acompanhamento do preço médio ponderado (VWAP e TWAP) ou no fechamento de um determinado mercado ou ainda que designarem a atividade do intermediário para buscar uma melhor oportunidade ao longo do dia ou a identificação de uma contraparte no mercado, quando se tratar de ativos de baixa liquidez.
- h) As ordens limitadas ou com características Fill or Kill (FoK) que não tiverem oportunidade de serem imediatamente executadas no mercado.

Os demais ativos estariam elegíveis às regras de melhor execução.

Com relação aos clientes, estariam obrigatoriamente segregados do roteamento de ordens para a melhor execução:

- a) Os clientes classificados como arbitradores, com ou sem estruturas automáticas de negociação e também não necessariamente em regime de alta frequência.
- b) Os *market makers*, formadores de mercado ou especialistas de mercados com identificação junto à CVM.
- c) Os clientes que formalmente declararem que não desejam atuar através das regras de melhor execução e que apresentarem perfil técnico compatível com a de profissional de mercado ou investidor qualificado, capacitando-o para tal escolha.

Seriam clientes e ordens automaticamente elegíveis à regra de melhor execução:

- a) Os investidores institucionais que não fizerem a opção de seleção manual da plataforma de negociação, que não estiverem negociando através de mecanismos automáticos de ordem em regime de negociação direta (DMA) ou que não estiverem atuando em ordens para estratégias de múltiplos ativos.
- b) Os clientes pessoa física com ordens a mercado e com o perfil de não especializado, cujas ordens tenham sido roteadas através de mecanismos de DMA – *home broker*.

- c) Os investidores que tiverem formalmente optado por terem as suas ordens roteadas através das regras de melhor execução.

As regras de melhor execução deveriam ser aplicadas no Brasil considerando os procedimentos e critérios aqui praticados, ou seja, levando em consideração as características da ordem tais como: a forma de execução, se essa representa um negócio direto ou se a ordem se encontrar em condições que impliquem a ocorrência de leilão por volatilidade ou quantidade.

### 3.3. Conexão e roteamento de ordens

- (i) A adoção de um regime de *best execution*, em cenário de concorrência entre as bolsas, implicaria em mudanças relevantes nos sistemas ou procedimentos dos intermediários?**

Os modelos de melhor execução vigentes no mundo centram a atividade de roteamento em um dos seguintes agentes: os intermediários ou nas plataformas.

Quando o sistema é suportado por intermediários cada um dos participantes deve eleger a sua tecnologia e buscar capacidade de processamento de ordens, velocidade de execução e segurança de sistemas. Nesse caso, a estrutura dos intermediários é sensivelmente alterada, pois implicaria na criação de um nível de decisão na saída do sistema da corretora.

A ordem gerada e enviada ao roteador teria a indicação do tipo de investidor, de estratégia e ativo, possivelmente com a indicação de roteamento ou exclusão. Se houvesse a indicação de exclusão, a ordem seria desviada do roteador e enviada à plataforma manualmente indicada (poderia ter sido indicada também pelo sistema automático do cliente ou pela plataforma de DMA empregada). Se houvesse a indicação de roteamento, o sistema buscaria o atendimento das condições de melhor execução, preço e custos diretos, também considerando o tamanho e características da ordem, para definir a melhor plataforma para envio.

Essa estrutura de roteamento não existe hoje e teria que ser montada a partir de condições que forem estabelecidas pela CVM e poderia inclusive implicar alterações no cadastro do investidor e nas telas de execução de ordem, para mostrar o atendimento de condições de roteamento ou de exclusão.

A execução do roteamento pelas plataformas seria uma alternativa de menor custo para o sistema como um todo e que garantiria uma maior equidade de condições de todos os investidores, pois o sistema de roteamento seria o mesmo para todos.

Nesse caso, as plataformas deveriam firmar um acordo de roteamento e de convergência de tecnologia, buscando desenvolver um roteador para todos os participantes, posicionados nas plataformas. Os intermediários enviariam a ordem para uma das plataformas que estiver vinculado e forneceria a indicação de roteamento ou de exclusão. A plataforma atenderia imediatamente as ordens com a indicação de exclusão do roteamento e buscaria o melhor preço para as ordens com a indicação de roteamento. Agora a pesquisa da melhor plataforma e o atendimento das condições estaria no nível das plataformas e não mais do intermediário.

As mudanças de procedimento, nesse caso entendesse como as rotinas de ordem operacional ou nos custos, seriam mais sensíveis na alternativa em que o intermediário se torna responsável pelo roteamento da ordem, bem como tornaria mais difícil à supervisão do cumprimento das condições de melhor execução.

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

Múltiplas plataformas necessariamente apontam para elevação dos custos operacionais dos intermediários. Os custos com telecomunicação, através de links de conexão com as plataformas e as estruturas de contingência necessárias devem elevar as despesas nessa área.

A apresentação de garantias em cada uma das plataformas deverá implicar um aporte de recursos nos intermediários ou a divisão de seus recursos entre os diversos provedores desse serviço, fragilizando as garantias totais e retardando o processo de modernização do mercado de capitais brasileiro.

Outro ponto de atenção está nas exigências da plataforma de negociação, com relação à estrutura interna do intermediário, a forma como o negócio é gerido e até mesmo os acordos de distribuição mantidos pelos intermediários. A experiência recente tem demonstrado que o administrador da plataforma pode interferir substancialmente na condução do negócio de intermediação e impor pesado custo para a observância da regra sem necessariamente apresentar justificativas para a sua ação. Se todas as plataformas adotarem procedimentos semelhantes o intermediário se defrontará com enormes desafios para atender os seus clientes com a melhor execução das ordens. A situação se agravaria se as plataformas seguirem caminhos diferentes e algumas se mostrarem mais rígidas e outras mais flexíveis, abrindo o caminho para uma arbitragem regulatória, que certamente comprometeria a regra de melhor execução.

Uma estimativa de custos de garantias, adaptação de cadastro, mesas de operações, treinamento de profissionais, tecnologia de roteamento, conexão com as plataformas dependeria do formato a ser estabelecido pela CVM e também pelo nível de exigência das plataformas para que o intermediário se conecte a elas.

**(iii) Seria apropriado estabelecer provisões 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?**

O mecanismo de proteção de ordem (*Rule 611* do NMS), quando executada pelo administrador da plataforma de negociação tem, nos Estados Unidos, duas finalidades:

- a) Forçar os administradores de plataformas a estabelecer, manter e fazer cumprir as regras escritas sobre procedimentos para evitar que o melhor preço não seja obtido pelo investidor; e
- b) Prover uma intercomunicação entre as plataformas para garantir a movimentação das ordens para os locais com uma formação de preços mais favorável ao cliente.



O primeiro ponto seria de responsabilidade do administrador da plataforma se a CVM considerar adequado que o roteamento ocorra no nível da plataforma e não do intermediário, como mostrado anteriormente, onde se aponta essa alternativa como superior em termos de custo e equidade para os investidores.

O segundo ponto se refere às *intermarket sweep orders* e foi originado pela arbitragem entre estruturas de negociação contínua, nas bolsas, e estruturas de balcão com o mecanismo conhecido como *request for quotes*. Sistemas privados de negociação e os sistemas para negociação de grandes lotes (*dark pools*) forçaram a adoção de regras para que o administrador da plataforma não torne privado uma oferta que deveria ser pública – já que o inverso não acontece.

A situação brasileira tem se mostrado diferente daquela encontrada nos Estados Unidos e a proposição da Audiência Pública é que a concorrência seria entre plataformas de mesmo perfil e não entre estruturas abertas e fechadas. Se a intenção for a de autorizar a criação de estruturas fechadas de negociação, acreditamos que os administradores deverão aderir a compromissos de melhor execução no formato do *Order Protection Rule*, caso contrário, não haveria a necessidade para essa condição.

Se a opção da CVM for pela possibilidade de haver o roteamento no próprio administrador da plataforma como uma forma de reduzir custos globais do sistema, equalizar as condições dos diferentes clientes dos intermediários e simplificar os procedimentos de supervisão. Nesse caso o compromisso de melhor execução estaria com os administradores das plataformas e não mais com os intermediários.

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

A adoção de procedimentos para melhor execução é fundamental em qualquer mercado maduro e acreditamos que a CVM se encontra plenamente correta ao iniciar o processo antes de se instaurar a hipotética concorrência, permitindo que todos se preparem para o evento.

Alguns pontos devem ser considerados com atenção pela CVM nesse novo ambiente:

- a) Os intermediários estão vivenciando uma difícil condição financeira no Brasil em virtude de uma combinação entre custos elevados para a observância de regras e procedimentos e uma queda na receita causada pela Crise de 2008.
- b) O mercado brasileiro não apresenta uma escala comparável com o mercado americano ou europeu, tornando os custos de implantação de sistema de roteamento de ordens muito mais sensíveis. Ao se buscar os parâmetros externos devem ser levados em consideração também: as dimensões do mercado, as dificuldades de telecomunicação e tecnologia no Brasil, o perfil dos clientes que atuam no mercado e a possibilidade de haver uma elevação no custo de execução de ordens para o intermediário ou para o cliente final de menor capacidade de negociação.
- c) A falha na ampliação da base de clientes, causada por múltiplos fatores de ordem interna e externa ao mercado, criou uma condição de mercado oligopsônico, onde

um pequeno grupo de clientes institucionais de grande porte comprimem os preços de execução de ordens, exigem a assunção de custos elevados e que certamente se recusariam a pagar os custos de implantação e de execução do roteamento para a melhor execução, que seria em seu benefício e que provavelmente eles seriam obrigados a adotar para garantir a transparência e eficiência de suas operações.

- d) A adoção de uma estrutura consultiva, como aquela sugerida anteriormente, facilitariam a implantação do sistema de roteamento de ordens para a melhor execução e poderia se transformar em uma poderosa ferramenta para a elaboração de regras técnicas e solução de dúvidas da CVM.
- e) As plataformas de negociação deveriam se ater ao serviço que prestam, solicitando as garantias necessárias à segurança do sistema e produzindo as regras que disciplinem o acesso aos seus sistemas. Toda a exigência que interfira na condução do negócio, que forcem a produção de soluções similares por agentes diferentes e que possam privilegiar alguns participantes do mercado deveria ser analisada previamente pela CVM, de forma a evitar a criação de arbitragens regulatórias e a adoção de mecanismos que burlem a melhor execução da ordem.

#### 4. 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 consolidação dos dados de pré-negociação e de pós-negociação é fundamental para os investidores em um ambiente de múltiplas plataformas concorrentes. O fornecimento de uma fita consolidada para os clientes finais e os intermediários é um serviço que terá um custo e que certamente agregará valor. Dessa forma, acreditamos que o serviço de consolidação de dados das diversas plataformas deve ser realizado por agentes que cobrem por esse serviço aos usuários da informação.

Também acreditamos que os dados individualizados de cada plataforma deveriam ficar disponíveis aos usuários em conjunto com a fita consolidada, facilitando o acompanhamento da evolução de preços e o detalhamento de participantes e a profundidade do nível de ofertas.

Com relação à característica do consolidador dos dados, analisaremos as alternativas apresentadas no texto introdutório do tema e que aponta como referência a análise realizada pelo regulador australiano *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC).

- Criação de uma entidade governamental ou da indústria com caráter público. Essa alternativa nos parece a menos interessante para o mercado, principalmente se o objetivo dela for de fornecer informação gratuita ou a preços subsidiados. O Governo possui diversas prioridades na sociedade brasileira, vem sendo cobrado por esses serviços e o envolvimento com a prestação de serviços para o mercado financeiro se mostraria como de aprovação complexa. Com relação a uma entidade da indústria com caráter público, temos que os eventuais desequilíbrios de caixa

- dessa entidade deverá ser coberto pelos membros da própria indústria ou a sobrevivência da entidade e a continuidade do serviço poderão ser prejudicados.
- Empregar um único consolidador selecionado por um processo licitatório. Essa alternativa criaria um ente monopolista para o fornecimento da fita consolidada e não se teria uma ideia sobre a qualidade de seu serviço, política de preços ou possível interferência na atividade de intermediação dos ativos cujos dados compõem a fita consolidada, assim como poderá ser um transtorno para a negociação da distribuição da fita consolidada. Não acreditamos ser a melhor solução em termos de custos, riscos concorrenciais e para a evolução do mercado, que dependerá da capacidade de atendimento desse único agente.
  - A CVM autorizar que múltiplos *vendors* tenham acesso à informação, realizem a consolidação com tecnologia própria e realizem a distribuição do sinal competindo em preços, serviços e segurança da informação. Essa alternativa parece ser a mais interessante de ser adotada no Brasil pela possibilidade de se obter custos mais baixos para a fita consolidada e também pela possibilidade de se implantar rapidamente qualquer alteração sem que exista uma dependência de desenvolvimentos de um único consolidador.

Somos, dessa forma, favoráveis à alternativa de uma seleção de múltiplos *vendors* para a consolidação de dados das plataformas de negociação, verificando a capacidade técnica desses para se conectarem as plataformas e produzir a informação com uma defasagem aceitável (latência). A CVM realizaria a aprovação desses múltiplos *vendors* e controlaria a possibilidade de realização de cartel no serviço.

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

O *vendor* para ser selecionado e autorizado pela CVM para consolidar os dados das plataformas de negociação deverá provar:

- a) Experiência com difusão de dados.
- b) Deter uma tecnologia para a consolidação.
- c) Apresentar testes que comprovem a baixa latência nos dados consolidados.
- d) Estar conectado a todas as plataformas de negociação com links de elevada capacidade e possuir contingência para esses links.
- e) Ter capacidade financeira para arcar com os custos de implantação de sistemas.
- f) Possuir um contrato de distribuição que atenda aos interesses do mercado e cujo modelo seja aprovado pela CVM.
- g) Firmar o compromisso de manter os dados consolidados de acordo com as regras estabelecidas pela CVM e assumir a responsabilidade de, em caso de divergência provada por auditoria, ressarcir os eventuais danos que comprovadamente tenham sido causados aos usuários da informação.

**(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?**

a) A distribuição dos dados consolidados através das plataformas de *home broker* deve ser analisada pela CVM. O acesso a esse serviço por plataformas de negociação deve ter um custo para o intermediário que não inviabilize a sua ampla distribuição.

Para o serviço de consolidador deverá haver um custo para a distribuição dos dados pelos sistemas de informação, um custo para a distribuição pelos sistemas de negociação (*home broker*) e um custo para a supervisão de dados (intermediário, administrador da plataforma e CVM), preferencialmente esse último de fornecimento gratuito.

b) As plataformas não deveriam cobrar pelos dados consolidados, nem dos *vendors* autorizados, nem dos usuários finais da informação. Somente os dados individualizados fornecidos pelos *vendors* poderiam ser objeto de cobrança pelas plataformas. Esse ponto decorre da impossibilidade de se conhecer a autoria da informação divulgada durante todo o tempo e pela necessidade de se manter custos reduzidos na divulgação da fita consolidada.

c) O livro de ordens consolidado poderia ser apresentado sem a discriminação dos intermediários negociadores (agregados na oferta) e com um limite máximo de níveis de preços a serem divulgados. No CME Group adota-se a divulgação até o quinto nível (quinto melhor preço do livro de oferta) consolidado em todos os intermediários e ofertas com o mesmo preço. Os dados individualizados da plataforma seriam completos e não teriam agregação, permitindo a criação de valor em sua comercialização aos usuários finais da informação.

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

Prejudicada. Seria necessário definir o modelo antes.

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

Os dados individualizados já são cobrados hoje e o fato de haver uma consolidação não alteraria significativamente essa relação entre o administrador da plataforma e o *vendor*, ou entre o *vendor* e seus clientes.

O administrador da plataforma deveria cobrar dos *vendors* a parcela de fornecimento de dados brutos, baseado na conexão, como faz atualmente e cujos custos são repassados aos usuários finais. No entanto, não deveriam cobrar pelo uso da fita consolidada, podendo ter como fonte de receita apenas a cobrança do usuário final do sinal de dados individualizados de cada plataforma, nos mesmos níveis de preço atual. O consolidador de dados poderia cobrar pelos dados consolidados e também poderia exigir que o usuário assinasse os dados brutos que são os objetos da consolidação.

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

O administrador que se apresentar como consolidador deve cumprir com as mesmas exigências de um *vendor* e também ter a competição de outras empresas dessa categoria de serviço.

O fato de um administrador se apresentar para operar como um *vendor* na consolidação da fita de dados não poderia ser um impeditivo, mas esse administrador-consolidador não poderia produzir qualquer exigência ou impeditivo de acesso aos seus dados que tornem a atividade do concorrente mais difícil ou dispendiosa do que aquela que poderia ser obtida com quaisquer dos outros administradores de plataformas.

Uma supervisão sobre essa atividade se fará necessária para evitar que o administrador da plataforma não atue em conluio com outros administradores de forma a verticalizar a prestação de serviços ou gerar procedimentos que vinculem os usuários da informação ao seu serviço de negociação através de mecanismos de descontos, facilidades ou acesso privilegiado, o que poderia constituir uma “venda casada” e flagrante violação das regras concorrenciais.

**(vii) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre a fita consolidada que julgar relevante.**

O fornecimento da fita consolidada de dados das plataformas deveria ser acompanhado de perto pela supervisão da CVM e teria que ser criada uma estrutura de autorregulação e supervisão em conjunto com as dos intermediários, uma vez que o desempenho da atividade do intermediário em conformidade com a regra de melhor execução está fortemente vinculado ao trabalho de qualidade na consolidação da fita.

A atividade de consolidação deveria ser alvo e ter uma normatização específica, clara e detalhada que discipline direitos e obrigações, fixe limites operacionais, regras de credenciamento e também que defina de forma clara como a CVM realizará a supervisão das atividades do consolidador.

### 5. Supervisão, autorregulação e normatização

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

A atual estrutura de autorregulação coloca os intermediários e as operações por eles realizadas sob a responsabilidade de supervisão da bolsa, conforme a Instrução CVM 387. Em um ambiente onde se observa a presença de diversas plataformas que competem com igualdade de direitos, não seria possível atribuir a uma dessas plataformas a capacidade para autorregular o mercado de outras estruturas de negociação concorrentes.

A estrutura atual de autorregulação se encontra adequada à medida que se mantém o administrador da única plataforma de negociação disponível como responsável pela criação de regras que disciplinem as atividades de intermediários e clientes e que

auxiliem a CVM na definição de regras, facilitada pela proximidade do autorregulador dos procedimentos de mercado.

O ponto negativo da atual estrutura é que o autorregulador não constituiu mecanismos de moderação, na forma de comitês de autorregulação com a presença de participantes do mercado, para opinar sobre as regras estabelecidas. Em uma posição isolada de poder o autorregulador poderia atuar de forma a atender os critérios que se adequam ao seu entendimento sobre o bom funcionamento do mercado, não necessariamente de acordo com o entendimento dos demais envolvidos, potencialmente produzindo situações que impliquem prejuízo dos demais participantes do mercado, aí compreendendo os intermediários, distribuidores e clientes.

Para a estrutura atual de supervisão vemos uma elevada interferência da bolsa, dificultando uma ação realmente independente. Baseada principalmente em auditoria de campo, a atual estrutura da BSM é grande e necessita de muito treinamento e tempo para a formação de seu quadro técnico. Como a negociação se dá de forma eletrônica e o supervisor tem acesso aos dados tanto da bolsa quanto dos intermediários e clientes. Acreditamos que o acompanhamento deveria ser preferencialmente eletrônico e à distância e as ações de campo baseadas em evidências de amostragem, perfil do intermediário ou cliente ou, ainda, por seleção aleatória.

A estrutura atual de supervisão se encontra adequada apenas para o ambiente de plataforma única, embora tenha oportunidades de melhorar a sua atividade com base em pequenos ajustes na metodologia de atuação. Um ponto negativo está na sua rigidez estrutural e de fontes de recursos que a incapacita para um ambiente de múltiplas plataformas concorrentes.

No caso de múltiplas plataformas concorrentes a supervisão deveria se desvincular totalmente da bolsa e se subordinar a um órgão colegiado, composto por administradores de plataforma, intermediários, clientes e regulador, como veremos mais adiante.

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

Consideramos que as atuais estruturas de autorregulação e de supervisão do mercado estão adequadamente definidas apenas para um ambiente de uma única bolsa. Em um ambiente com concorrência não teria como as diferentes plataformas regularem os seus participantes com critérios diferentes e buscando o atendimento de suas necessidades e ao formato de suas estruturas operacionais.

Os intermediários poderiam enfrentar, em um cenário de múltiplas plataformas, situações de conflito entre os diferentes autorreguladores, se seguirmos conforme foi definido na Instrução CVM 387. Teriam um elevado custo para o atendimento de todas as demandas, e se abriria o caminho para a ocorrência de arbitragens regulatórias, com o benefício da plataforma que apresentar regras mais frouxas tanto na autorregulação, quanto na supervisão dos intermediários.

Seria necessário, a nosso ver, alterar a Instrução CVM 387 para permitir que a estrutura de autorregulação e de supervisão seja única e atenda a todas as plataformas. Adicionalmente, sugerimos que um número maior de participantes seja atraído para participar das decisões do autorregulador do mercado e do supervisor, aprimorando as suas iniciativas.

Na hipótese de diversas plataformas de negociação concorrentes, deve ser adotada uma estrutura de autorregulação do mercado e dos intermediários colegiada, em entidade independente e portando com uma configuração alterada com relação à atual. A estrutura colegiada seria composta pela ANCORD, que presidiria a entidade autorreguladora e representaria os intermediários e os distribuidores de produtos, os administradores das plataformas de negociação, ao menos dois representantes dos clientes e a CVM.

No espírito de apresentar justificativas técnica para isso, colocamos que a razão para indicar a ANCORD para coordenar as atividades da nova entidade autorreguladora e supervisora do mercado está no fato de representar os intermediários e esses estarem em contínuo contato com as plataformas e com os clientes e poderem trazer de forma balanceada os anseios desses dois participantes. Como salvaguarda, para a atuação da ANCORD na entidade autorreguladora e supervisora, temos que as decisões necessariamente devem ser colegiadas e com o acompanhamento da CVM.

A entidade autorreguladora independente incorporaria totalmente a estrutura atual da BSM, bem como os recursos destinados à cobertura de perdas dos clientes, o Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP). A nova estrutura de autorregulação deve ter a sua fonte de financiamento definida de forma a torná-la independente e autossustentável. A destinação de um pequeno percentual dos emolumentos gerados nas negociações para a nova entidade autorreguladora e supervisora criaria uma situação de perenidade, com o mercado inteiro financiando a atividade autorreguladora, supervisora e disciplinadora, afinal todos são beneficiados com a atuação do autorregulador e do supervisor. Esse mecanismo de financiamento também promoveria a equidade entre as diversas plataformas, uma vez que onde houvesse um maior volume de negociação, haveria uma maior contribuição.

A entidade supervisora deveria se concentrar em atividades preventivas e educativas do mercado com a produção de pareceres técnicos de orientação e o treinamento para os responsáveis pelas áreas: operacional, de risco e *compliance* dos intermediários, investidores institucionais e reguladores, além de promoção de educação financeira para os investidores em geral. Essas ações educativas e preventivas evitariam as infrações involuntárias e melhorariam a qualidade geral do mercado.

Na nova estrutura, autorregularia não somente a atividade dos intermediários e clientes, como ocorre hoje, mas a própria atividade das plataformas, que passariam a ter o crivo e supervisão da autorregulação colegiada, evitando-se que esses administradores de plataformas atuem de forma a prejudicar o mercado, ou, ainda, que cometam abusos, excedendo ou ficando aquém de suas responsabilidades.

**(iib) 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 tipo de custos de implantação e manutenção? Como eles deveriam e poderiam ser financiados?**

A estrutura proposta no item acima pode ser a mais adequada para um ambiente de múltiplas plataformas competidoras. Tanto o autorregulador, quando o supervisor do mercado seria independente e teria uma estrutura de comando colegiada. Adicionalmente atuariam com base no consenso entre plataformas, intermediários e clientes.

A administração colegiada seria uma provisão interessante para proteger os participantes do mercado de ações predatórias no ambiente concorrencial ou de decisões do autorregulador ou supervisor que prejudiquem o ambiente de negociação em prol de seus interesses ou convicções.

Com relação aos custos para a implantação da estrutura de autorregulação e de supervisão acreditamos que hoje eles já são arcados pelos participantes do mercado através das ações da BM&FBovespa como autorregulador e da BSM como supervisora. O financiamento através de uma parcela dos emolumentos gerados nos negócios e que seriam repassados pelas plataformas à entidade responsável pela autorregulação e supervisão do mercado poderia se constituir uma fonte sustentável e justa para o financiamento dessas atividades importantes para o funcionamento do mercado.

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

### Referências bibliográficas usadas nesse trabalho

National Market System (NMS)

[http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p003889.p  
df](http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p003889.pdf)

<http://www.sec.gov/rules/sro/nms.shtml>

Markets in Financial Instruments Directives (MiFID)

<http://www.fsa.gov.uk/about/what/international/mifid/background/key-topics/best-execution>

<http://www.fsa.gov.uk/library/policy/cp/2002/154.shtml>

[http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/dp/2006/06\\_03.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/dp/2006/06_03.shtml)

[http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/policy/2007/07\\_02.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/policy/2007/07_02.shtml)

ESMA – aplicação do MiFID para o Mercado europeu

[http://www.esma.europa.eu/system/files/08\\_735.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/08_735.pdf)



Aplicação do MiFID na França

[http://www.amf-france.org/documents/general/7274\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/7274_1.pdf)

Regulamentação do best execution na Austrália (Regula a interação da bolsa com a Chi-X)

<http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Regulatory+guides?openDocument>

Outras referências bibliográficas:

Arnuk S. & Joseph Saluzzi: Broken Markets, FT Press, New Jersey, 2012 – Capítulo 4.  
*Apresenta uma análise de como a regulação do NMS não estaria atuando eficientemente nos Estados Unidos com a atuação de Dark Pools e de HFT burlando constantemente as regras da Rule 611 e criando situações de desconforto para os reguladores (SEC e CFTC) e para os administradores de plataforma de negociação.*

Aldridge, I.: High Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems, John Willey & Sons, New Jersey, 2010 – Capítulos 2 – 4.  
*Discute a arbitragem entre diferentes plataformas e a forma como um algoritmo bem feito pode atuar na convergência de preços de um ativo negociado em múltiplas plataformas. Esse livro também trata sobre a formação de preços em ambiente de múltiplas plataformas, sob o ponto de vista do operador de um sistema de HFT.*

Harrys L.: Trading & Exchanges: Market Microstructures for Practioners, Oxford University Press, New York, 2003 – Capítulo 4.  
*Analisa a origem e a execução da ordem, o impacto sobre o mercado e as medidas para proteção dos investidores.*