

# Edital de Audiência Pública SDM 05/2013

---

**Objetivo:** Convite para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à identificação, à mitigação, ao gerenciamento de riscos decorrentes da 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.

## Manifestação da BM&FBOVESPA às questões postas pela CVM

### Parte I

---

**Temas relacionados às entidades administradoras de mercados organizados: melhor execução no interesse dos clientes (*best execution*) e consolidação de dados de mercado**

#### I.A. Melhor Execução no interesse dos clientes

(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?**

Com base na experiência internacional, verifica-se que há duas abordagens possíveis acerca dos fatores a serem considerados na implementação de uma regra de *best execution*: o adotado pela *Securities and Exchange Commission* – SEC e o adotado pela Comunidade Europeia por intermédio da Diretiva 2004/39/CE (*Markets in Financial Investment Directive* – MiFID).

O enfoque dado pela SEC nos EUA, com base na *Order Protection Rule*, consiste na exigência de que uma ordem deva ser sempre dirigida ao local de negociação que apresente a melhor oferta. Em termos práticos, essa regra privilegia o critério de preço sobre outros fatores a serem considerados na execução de uma ordem,

servindo como parâmetro a melhor oferta disponível (*top of the book protection*). Para dar curso a essa exigência, os ambientes de negociação (incluindo *alternative trading systems* e intermediários que realizam o processo de internalização de ordens) são conectados uns aos outros por meio de sistemas de roteamento de ordens, de forma a evitar que uma ordem seja executada a um preço pior que o melhor preço disponível em qualquer ambiente de negociação<sup>1</sup>.

Na Europa, a abordagem contida na MiFID conferido ao dever de *best execution* um caráter mais flexível, permitindo que o intermediário, no seu relacionamento com o cliente, adote outros critérios além do preço, a saber: (a) as características do cliente, incluindo a sua classificação como cliente não profissional ou profissional; b) as características da ordem do cliente; (c) as características dos instrumentos financeiros objeto dessa ordem; d) as características dos ambientes de negociação para os quais a ordem pode ser dirigida<sup>2</sup>.

Acreditamos que a opção já adotada pela CVM no art. 19 da Instrução CVM 505<sup>3</sup> – com clara inspiração na Diretiva 2006/73/CE, de 10/08/2006, que tratou da implementação da MiFID – se mostra plenamente satisfatória, descrevendo

---

<sup>1</sup> Cf. SEC Release No. 34-51808 (Regulation NMS), disponível em [www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf](http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf): “The duty of best execution requires broker-dealers to execute customers’ trades at the most favorable terms reasonably available under the circumstances, i.e., at the best reasonably available price. The Commission has not viewed the duty of best execution as inconsistent with the automated routing of orders or requiring automated routing on an order-by-order basis to the market with the best quoted price at the time. Rather, the duty of best execution requires broker-dealers to periodically assess the quality of competing markets to assure that order flow is directed to the markets providing the most beneficial terms for their customer orders”.

<sup>2</sup> Cf. Artigo 44 da Diretiva 2006/73/CE: “1. Os Estados-Membros assegurarão que, aquando da execução de ordens de clientes, as empresas de investimento tenham em conta os seguintes critérios para efeitos de determinação da importância relativa dos fatores enunciados no n.º 1 do artigo 21.º da Diretiva 2004/39/CE: a) As características do cliente, incluindo a sua classificação como cliente não profissional ou profissional; b) As características da ordem do cliente; c) As características dos instrumentos financeiros objeto dessa ordem; d) As características dos espaços ou das organizações de negociação para os quais a ordem pode ser dirigida”.

<sup>3</sup> “Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem”.

adequadamente os fatores relevantes a serem levados em conta em uma regra de *best execution*. Com efeito, o citado dispositivo prevê os diversos fatores relacionados a serem considerados pelo intermediário no momento da execução de uma ordem, a saber: preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

Deve-se enfatizar que, a despeito da regulação vigente nos EUA, onde prepondera o critério de preço, este deve ser considerado como apenas um dos fatores relevantes para se avaliar se a ordem do cliente foi executada da melhor maneira possível<sup>4</sup>, na medida em que, a depender do perfil do investidor e de suas reais necessidades diante de determinada transação, outros critérios podem prevalecer sobre o melhor preço, tal como a probabilidade da execução (i.e., a maior certeza de que a oferta por ele realizada encontrará uma contraparte, o que depende diretamente da profundidade do mercado para onde a oferta é direcionada), e a certeza na liquidação (que depende da existência de uma *clearing* que ofereça serviço de contraparte central, em contraposição a uma *clearings* que apenas realiza a entrega contra pagamento (*Delivery versus Payment – DVP*), não garantindo o cumprimento da obrigação da contraparte).

Deve-se sublinhar igualmente que, em linha com o MiFID, a forma como a regra de *best execution* será aplicada deverá ser estabelecida na política de execução de ordens adotada pelo intermediário, de acordo com os diversos perfis de clientes. Vale notar que, para fins de cumprimento do dever em questão, será considerado que uma ordem foi executada nas condições mais favoráveis para o cliente sempre que esta houver sido executada de acordo com suas instruções<sup>5</sup>, o que demonstra

---

<sup>4</sup> Conforme ressaltado no relatório da Aité Group em anexo, “best price does not always constitute best execution, however. An investor may have a need to transact an order quickly—more rapidly than it can be absorbed in the prevailing market at or within the best displayed quotes. Filling the order in the prevailing market may “push” the stock’s price and result in an execution price outside of the existing bid/ask spread. Still, this may constitute “best execution” in the view of the investor, as greater emphasis was placed on completion as opposed to price”.

<sup>5</sup> Cf. Artigo 44 da Diretiva 2006/73/CE: Uma empresa de investimento satisfaz a obrigação prevista no n° 1 do artigo 21° da Diretiva 2004/39/CE, no sentido de tomar todas as medidas razoáveis para obter o melhor resultado possível para o cliente, na medida em que execute uma ordem ou um aspecto específico de uma ordem seguindo as instruções específicas do cliente relativamente à ordem ou ao respectivo aspecto específico.

que o *best execution* possui caráter suplementar ao que houver sido estabelecido entre o intermediário e seu cliente, conforme já prevê o art. 19 da Instrução CVM 505.

À luz dessas considerações, é forçoso concluir que, no atendimento do dever de executar as ordens de seus clientes nas melhores condições disponíveis, os intermediários devem levar em consideração as necessidades concretas de seus clientes em relação à forma como sua ordem deve ser executada e seu perfil de investimento.

**(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?**

O estabelecimento de parâmetros para a verificação do cumprimento do dever de executar as ordens de clientes nas condições mais favoráveis é necessário para que o cumprimento desse dever possa ser aferido.

Os intermediários devem estar aptos a demonstrar que cumprem adequadamente com o dever de *best execution*, considerando, inclusive, que podem ser questionados por seus clientes em juízo, pela CVM ou pela BSM. Desse modo, consideramos recomendável que os intermediários adotem uma política de execução de ordens, onde façam constar os fatores a serem considerados no atendimento desse dever, de acordo com os perfis de seus clientes. Nesse sentido, o cumprimento do dever de *best execution* deve ser passível de verificação independente, devendo as políticas de *best execution* adotadas pelos intermediários estabelecer mecanismos que permitam a rastreabilidade de seu cumprimento.

Para esse fim, consideramos satisfatória a previsão já constante do art. 20 da Instrução CVM 505, de acordo com o qual o intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a permitir que os intermediários obtenham as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes, bem como assegurar que os clientes

sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados<sup>6</sup>.

Como requisito adicional em prol da transparência das regras de mercado, os intermediários devem deixar claro quais são as suas regras de *best execution* no RPA (Regra de Parâmetros de Atuação) – documento obrigatório de acordo com a CVM e que compõe o Programa de Qualificação Operacional da BM&FBOVESPA (PQO).

**(iii) 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)?**

Tendo em vista comentários acima sobre a implementação da regra de *best execution*, somos da opinião de que a CVM deve facultar aos intermediários estabelecer uma política de execução de ordens que lhes permita dar cumprimento a essa regra de forma flexível, em conformidade com o perfil de cada cliente.

Nesse sentido, acreditamos que a CVM não deve adotar normas que estabeleçam regras mais detalhadas sobre os fatores a serem considerados na execução de ordens, sob pena de não permitir que os intermediários atinjam a própria finalidade da regra em comento, que é a execução de uma ordem no melhor interesse de seus clientes. As normas editadas pela CVM devem, a nosso ver, se restringir à definição dos princípios gerais que devem ser observados por todos os intermediários, como já feito nos artigos 19 e 20 da Instrução 505 citados nas respostas anteriores.

---

<sup>6</sup> “Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: I – permitir que os intermediários obtenham as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes; II – possibilitar, a qualquer tempo, a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado; e III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados”.

**(iv) 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?**

Não aplicável, em virtude da resposta ao item (iii) acima.

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

Acreditamos que haverá adaptações relevantes a serem realizadas nos sistemas, processos e controles internos adotados pelos intermediários.

Merecem destaque as adaptações que serão necessárias nos sistemas de gerenciamento de ordens (OMS) e nos sistemas de gerenciamento de execução (EMS), utilizados pelos intermediários para gerenciamento do fluxo de ordens executadas em nome de seus clientes. Serão necessárias também adaptações nos processos de *back-office* (liquidação, gerenciamento de riscos, tarifação, etc.). Adicionalmente, os intermediários terão que utilizar um sistema de roteamento de ordens (*smart order routing*), como ferramenta para direcionar as ordens de seus clientes para o mercado que ofereça melhores condições de execução.

Para que os intermediários estejam aptos a demonstrar que executaram as ordens de seus clientes nas melhores condições possíveis, deverão implantar sistemas que permitam recuperar informações sobre as ordens executadas, a qualquer tempo, de forma estruturada, e assim comprovar o cumprimento de suas obrigações perante os órgãos de fiscalização (nomeadamente a própria CVM e a BSM), bem como perante o Poder Judiciário, diante de possíveis ações judiciais propostas por seus clientes. Para esse fim, será necessário que os intermediários adotem políticas de execução de ordens e controles internos robustos.

**(vi) 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.**

De início, devemos salientar que a aplicação da regra de *best execution* não deve resultar na obrigação de os intermediários se tornarem pessoas autorizadas a operar em todos os mercados organizados eventualmente existentes, devendo tal decisão se subordinar a uma avaliação de cada intermediário em relação aos custos e benefícios envolvidos. De igual modo, deve ser preservado o direito das entidades administradoras de mercado de avaliar e eventualmente denegar pedidos de concessão de autorização de acesso para operar em seus mercados, conforme faculta o § 4º do art. 51 da Instrução CVM 461<sup>7</sup>.

O intermediário que se conectar a um ou mais mercados organizados incorrerá em custos relevantes para estabelecer e gerenciar links de comunicação e infraestrutura tecnológica necessária para operar diretamente nesses ambientes, estimados abaixo. Os custos de conectividade para a indústria de intermediação podem chegar a R\$ 70 milhões por ano, dado o atual número de participantes e custos de conexão, como demonstra a estimativa a seguir:

- (i) Links de rede: um link de rede de 20 Mbps com contingência custa hoje R\$20.000,00/mês, segundo as principais operadoras de telecomunicações em São Paulo. O custo adicional para as 85 corretoras conectadas ao segmento Bovespa totalizaria R\$ 20,4 milhões por ano somente com esse item.
- (ii) Telas de negociação: as 85 corretoras do segmento Bovespa possuem aproximadamente 15 operadores cada. O custo médio de tela de negociação fornecida por empresa de tecnologia independente chega a R\$1.000,00 por mês por operador, R\$ 700,00 a mais do que a tela fornecida pela BM&FBOVESPA. O custo adicional da indústria com esse item chegaria a R\$ 10,7 milhões por ano.
- (iii) Sistema de *back-office*: a BM&FBOVESPA oferece um sistema de administração de *back-office* completo para as corretoras, o SINACOR. O valor médio pago pelas corretoras pelo SINACOR é de R\$10.000,00/mês. Um software similar oferecido no mercado nacional – utilizado atualmente por diversos custodiantes – custa não menos do

---

<sup>7</sup> Instrução CVM 461, art. 51, §4º: “As entidades administradoras poderão estabelecer outros requisitos, inclusive de reputação ilibada, ou indicar outros impedimentos para admissão e permanência de pessoa autorizada a operar, a juízo de seu Conselho de Administração”.

que R\$50.000,00/mês. A substituição do SINACOR por um sistema que suporte múltiplas *clearings* acarretaria, em nossas estimativas, R\$ 40,8 milhões de custos adicionais aos 85 intermediários do segmento Bovespa, por ano.

Além dos três itens listados acima, haveria ainda custos com sistemas de roteamento de ordens (*smart order routers*), com a agregação do *market data*, sistemas de *compliance* e auditoria de *best execution*, bem como adaptações em sistemas de acesso direto ao mercado (DMA), inclusive o de *home broker*.

Serão necessários hardwares adicionais para operacionalizar o fluxo de ordens e de liquidação decorrentes das operações em mais de um mercado organizado, bem como espaço físico adicional nas mesas de operações. Demais disso, os processos internos de execução de ordens deverão estar adaptados de forma a lidar com diferentes telas de negociação e diferentes códigos de negociação para os valores mobiliários listados nos diversos ambientes. Ainda não nos foi possível estimar esses custos.

Conforme mencionado na resposta à questão acima, serão necessárias adaptações aos sistemas de gerenciamento de ordens (OMS) e aos sistemas de gerenciamento de execução (EMS) para a correta implantação do processo de *best execution*, bem como nos processos de *back-office* (liquidação, gerenciamento de riscos, tarifação, etc.). O grau de complexidade dessa tarefa depende de diversos fatores, cabendo destacar o nível de compatibilidade entre as tecnologias utilizadas pelas entidades administradoras de mercados organizados.

Os relatórios elaborados por Aité Group (Anexo I) e por Resenblatt (Anexo II) apresentam estimativas de despesas com infraestrutura de TI para os intermediários em mercados fragmentados.

**(vii) 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?**



Acreditamos que os princípios de *best execution*, conforme o disposto no art. 19 da Instrução CVM 505, não são adequadamente atendidos por meio da abordagem adotada no mercado norte-americano com base na *Order Protection Rule*, da SEC. Consideramos que essa abordagem, de proteção do topo do livro de ofertas, é limitada, não capturando as reais necessidades dos investidores a serem atendidas pelos intermediários no momento da execução de uma ordem.

Dessa forma, seria ineficaz impor aos participantes do mercado custos relevantes com um sistema de roteamento de ordens a ser mantido pelas entidades administradoras de mercados organizados (que consistirá na aquisição e manutenção de infraestrutura de comunicação entre as diversas entidades, regras e parâmetros para o roteamento de ordens, sistema consolidador de ofertas, trilhas de auditoria para a verificação de *trade-throughs*, etc.), uma vez que esse modelo de roteamento não contribuirá para o objetivo de assegurar a melhor execução das ordens dos investidores<sup>8</sup>.

Demais disso, a experiência do Canadá na implementação de um modelo de *best execution* baseado na obrigatoriedade de roteamento de ordens, nos moldes da *Order Protection Rule* norte-americana, resultou em custos elevados para os intermediários, especialmente se comparado ao modelo mais flexível, inspirado na MiFID, adotado na Austrália<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Na avaliação da Australian Securities & Investment Commission – ASIC, em relatório no qual conduz extensiva análise da estrutura do mercado Australiano, o modelo de roteamento entre bolsas “restricts the prices at which investors are able to trade, therefore representing a form of price control. It mandates that price is the most important criteria for all investors, which is not always the case. Some investors may be prepared to pay a premium to have a single fill or to execute quickly. Trade-through rules deny this choice, instead requiring that displayed orders be filled first”. A ASIC firma, ainda, que “mandated linkages between markets required to operationalise a trade-through rule can be costly. Stoll (2001) argues that regulatory mechanisms designed to link execution venues potentially stifle competition and innovation by requiring that all markets conform to the linkage mechanisms. Further, such links may fail in the longer term because there is little incentive for individual venues to enhance the quality and efficiency of these linkages”. In Report 215, disponível em [http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/rep-215.pdf/\\$file/rep-215.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/rep-215.pdf/$file/rep-215.pdf).

<sup>9</sup> De acordo com Rosenblatt, “it is reasonably clear that highly prescriptive best execution regimes, focused on mandating executions at the best displayed prices market-wide, tend to support venue proliferation, as well as higher (or at least less flexible) connectivity and data costs. Markets with such a regulatory structure – examples in the group of jurisdictions we studied are Canada and the United States – can also expect knock-on effects like greater structural complexity, including proliferation of exchange order types and off-exchange venues. Conversely, regimes that offer intermediaries significant latitude to

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

Para uma avaliação mais aprofundada acerca dos modelos de *best execution* adotados nos Estados Unidos, na Europa, no Canadá e na Austrália, recomendamos a leitura dos relatórios elaborados por Aité Group e Rosenblatt, em anexo.

## **I.B. Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação**

### Considerações Preliminares

Como base para as respostas, consideramos que a definição de “fita consolidada” é o resultado da consolidação das informações de mercado sobre o último preço das ofertas ou negócios realizados, informações de dados estatísticos dos instrumentos, como volume e número de ofertas ou negócios (*market data*).

Os dados refletidos na fita são gerados por vários “Market Centers”, incluindo todas as bolsas de valores e o responsável pela geração da fita consolidada é denominado “consolidador”.

A consolidação pode se dar com as informações das ofertas (consolidação dos dados pré-negociação), que é utilizado no processo de decisão acerca da execução de uma operação, ou a consolidação com as informações dos negócios realizados (consolidação de dados pós-negociação). As duas espécies de consolidação têm finalidades e propósitos distintos e podem ser geradas por diferentes consolidadores.

Dos benefícios da consolidação pré-negociação, podemos destacar que:

- (i) facilita o acesso dos investidores sobre cotações disponíveis em vários mercados, conferindo maior transparência para o mercado como um todo,

---

take into account factors other than best price, such as execution size, speed or fees, can result in lower costs or some market participants than they would bear in a strict order-protection environment. These effects can be seen, to varying degrees, in the experiences of Australia and the European Union” (pp. 5/6).

- na medida em que possibilita uma melhor formação de preço, o funcionamento eficiente dos mercados;
- (ii) possibilita o cumprimento das políticas de *best execution* por parte dos intermediários, bem como sua supervisão e evidenciação; e
  - (iii) possibilita que os operadores de mercado tenham controles adequados para evitar a entrada de ordens anômalas a seus mercados.

Dos benefícios da consolidação pós-negociação, podemos destacar que:

- (i) é utilizado para fins de supervisão de mercado;
- (ii) permite a marcação a mercado dos valores mobiliários negociados em múltiplos ambientes; e
- (iii) possibilita que as companhias listadas monitorarem a atividade de negociação de suas ações.

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

Acreditamos que a implementação de uma fita consolidada no Brasil seria mais adequada se fosse implementada por múltiplos consolidadores, assim como feito na Austrália, por decisão da ASIC. Diferentes consolidadores poderiam oferecer a fita consolidada de pré-negociação, pós-negociação ou ambas, sendo salutar para o mercado instituir um modelo que permita a concorrência entre empresas que se disponham a prestar esse serviço. A consolidação realizada por múltiplos consolidadores também evita que se tenha um único ponto de falha, na hipótese de inconsistências no processo de consolidação.

A indústria de provedores de serviços de dados existentes (*vendors*) seria candidata natural para prover o serviço de consolidação. A consolidação de dados pré e pós-negociação já é atividade realizada pelos *vendors* como parte de seu negócio, os quais já estariam, portanto, devidamente preparados para realizar essa tarefa na hipótese de fragmentação do mercado de valores mobiliários brasileiro.

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

Conforme assinalado na resposta à pergunta anterior, entendemos que múltiplos consolidadores poderão participar do mercado, devendo a CVM estabelecer os requisitos mínimos para a prestação do serviço de consolidação. A entidade que prestar o serviço de consolidação de dados deve observar, no mínimo, os seguintes requisitos:

- (i) possuir controles adequados para evitar a entrada de ordens anômalas na fita consolidada;
- (ii) informar, em tempo real, as ofertas/negócios realizados com o mesmo grau de transparência existente atualmente (com indicação de corretora de compra e de venda);
- (iii) assegurar que os dados são disponibilizados ao público de forma não discriminatória a um preço razoável;
- (iv) ser capaz de disponibilizar para todos os seus clientes a consolidação dos dados padronizadas a partir do formato proprietário do *market data* fornecido pelas Bolsas;
- (v) informar dados estatísticos, como preço máximo e mínimo do dia, bem como volume negociado para o instrumento em questão, inclusive dos negócios realizados em liquidação bilateral no mercado de balcão;
- (vi) assegurar padrão mínimo de qualidade de dados (precisão e atualização);
- (vii) possuir requisitos tecnológicos para a prestação do serviço (planos de continuidade, segurança e integridade de dados, etc.);
- (viii) oferecer consolidação pré e pós-negociação para cada produto dos dados separadamente para aqueles usuários que só desejam adquirir componentes específicos (evitar “venda casada”);
- (ix) possuir recursos suficientes (incluindo recursos financeiros e técnicos) para o bom desempenho das suas funções; e
- (x) possuir mecanismos de governança adequados, bem como sistemas e controles para gerenciar eventuais conflitos de interesse<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Os conflitos de interesse inerentes à prestação do serviço de consolidação consistem, a nosso ver, na possibilidade de favorecimento de um ou mais participantes do mercado em detrimento dos demais, por meio do envio não sincronizado da fita consolidada.

Importante ressaltar que os consolidadores deverão ser auditados e supervisionados pela CVM, de modo a garantir o cumprimento dos requisitos para o seu funcionamento, a integridade do mercado e a boa prestação do serviço de consolidação de dados pré e pós-negociação.

Nesse sentido, sugerimos que a CVM avalie a extensão da competência, conforme definida nos limites da Lei nº 6.385/76, para regulamentar a atividade de consolidação de dados, bem como instituir normas visando à concessão de autorização ou reconhecimento dos consolidadores, bem como realizar a supervisão das entidades que prestarão esse serviço.

**(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?**

Dada a relevância do processo de consolidação de dados para o funcionamento eficiente do mercado, é de extrema importância que essa atividade seja realizada por entidades devidamente capacitadas, em especial do ponto de vista tecnológico, e que haja mecanismos para prevenir falhas que comprometam a integridade das informações geradas com base no processo de consolidação. Desse modo, mostra-se relevante que essa atividade seja supervisionada pela CVM de forma atenta.

Devem ser adotados mecanismos de gerenciamento de conflito de interesse, de modo a: (i) coibir a “venda casada” de serviços de consolidação de informações com a venda de outros serviços prestados; e (ii) a utilização do serviço de consolidação pré ou pós-negociação para benefício próprio, em especial no caso de o prestador de serviço ser também um participante de mercado.

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

O consolidador precisa investir em linhas de telecomunicações com os diferentes mercados, na aquisição e manutenção dos servidores necessários para processar o

*market data* dos mercados participantes, e manter equipes qualificadas para a adequada manutenção do sistema.

Deve-se esperar um investimento inicial relevante para a capacitação das entidades que prestarão esse serviço. Esses custos podem variar à medida que o volume de mensagens do mercado brasileiro crescer, seja por aumento de liquidez ou em razão da entrada de novos operadores de bolsa<sup>11</sup>. Deve-se levar também em consideração que o sinal de *market data* das bolsas sofre alterações com o tempo, e o consolidador precisará modificar seus sistemas para processar o sinal alterado.

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

As cotações de valores mobiliários representam o resultado de todo o processo de negociação propiciado pelo sistema de negociação administrado por uma bolsa. Consistem, portanto, em um produto relevante da atividade de administração de um mercado organizado ao refletir as ofertas e negócios realizados em seu sistema de negociação, sendo que a qualidade das cotações geradas por uma bolsa está diretamente relacionada com sua aptidão para atrair investidores para realizar negócios em seu ambiente e para funcionar como um centro de liquidez eficiente.

As cotações funcionam não somente para orientar os intermediários e investidores no processo de negociação, mas também para a elaboração de índices e outros produtos sintéticos que reproduzem o comportamento do mercado administrado por uma bolsa. Nesse sentido, as cotações possuem um inegável valor econômico, que é determinado pela qualidade do mercado organizado de onde são originadas, podendo assim ser consideradas como um subproduto da atividade das bolsas, e

---

<sup>11</sup> De acordo com os números indicados no processo administrativo instaurado perante a SEC pela Nasdaq contra a *Consolidated Tape Association* (CTA), associação que supervisiona a *Securities Industry Automation Corporation* (SIAC), entidade responsável pela consolidação de dados no mercado norte-americano, para discutir a cobrança de um *fee* de entrada, os custos de desenvolvimento e manutenção incorridos pela SIAC para operar o CTA entre 2000 e 2004 estão em USD 6,9 milhões e USD 23,3 milhões para desenvolvimento e manutenção em produção, respectivamente (disponível em <http://www.sec.gov/litigation/aljdec/2008/id358rgm.pdf>).

que hoje representam parcela relevante de suas receitas, como podemos observar nos dados de 2012 de algumas bolsas localizadas em outros países (tabela abaixo).

<b>Empresa</b>	<b>Rubrica</b>	<b>% Receita</b>	<b>\$ MM</b>
ICE	Market Data	10,8%	US\$ 147
NYSE	Market Data	15%	US\$ 349
Deustche	Market Data and Analytics	11,1%	EUR 215
CME	Market Data and information services	13,3%	US\$ 387
CBOE	Market Data	4,8%	US\$ 24

Desse modo, consideramos que às entidades administradoras de mercado de bolsa deve continuar sendo permitido cobrar pelo fornecimento de dados sobre cotações. Adicionalmente, dado o valor econômico intrínseco das cotações, as entidades administradoras devem preservar o direito de adotar as proteções contratuais usualmente utilizadas para restringir o uso de suas cotações por terceiros para finalidade diversa da que seja necessária para amparar as decisões de investimento nos valores mobiliários admitidos à negociação em seus sistemas.<sup>12</sup>

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

Considerando a resposta à questão (i) acima, no sentido de que os *vendors* estarão melhor vocacionados para prestar o serviço de consolidação de dados, entendemos desnecessário facultar às entidades administradoras de mercado o exercício da mesma atividade.

---

<sup>12</sup> O reconhecimento do valor econômico do Market data e a possibilidade das bolsas continuarem cobrando pelo seu fornecimento é reconhecida na Regulation NMS (“§ 242.601 Dissemination of transaction reports and last sale data with respect to transactions in NMS stocks. (...) (d) Charges. Nothing in this section shall preclude any national securities exchange or national securities association, separately or jointly, pursuant to the terms of an effective transaction reporting plan, from imposing reasonable, uniform charges (irrespective of geographic location) for distribution of transaction reports or last sale data”).

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

Acreditamos que uma fita consolidada de pré e pós-negociação e dados referenciais agrega valor ao mercado como um todo. Devemos ressaltar, entretanto, que o modelo de *best execution* que sustentamos ser o mais adequado é o que confere maior flexibilidade na definição dos fatores que serão ponderados pelo intermediário na execução de ordens, de acordo com as reais necessidades e o perfil de seus clientes. Desse modo, entendemos que a relevância da fita consolidada deve ser relativizada, na medida em que o melhor preço é apenas um dos fatores a serem considerados no processo de execução de ordens.

Considerando que o processo de consolidação de dados envolve necessariamente a captura dos dados originados dos mercados organizados, em seu formato nativo (*market data* nativo), sua conversão para um formato padrão e posterior disseminação, é inevitável que haja alguma latência na divulgação da fita consolidada, em comparação com o *market data* nativo divulgado pelos *vendors*, ou diretamente pelas próprias entidades administradoras de mercados organizados.

Os investidores de alta frequência, que fazem uso de estratégias de negociação de baixa latência através de robôs e proximidade geográfica (*colocation*), não utilizam um roteamento de ordens para identificar o melhor preço, mas fazem uso da arbitragem entre preços de diferentes mercados. Desse modo, para esse tipo de investidor é mais comum utilizar o *market data* nativo dos mercados em que atuam, não se valendo de uma fita consolidada. Em adição, esses investidores enviam ofertas que constantemente alteram o preço no topo do livro, causando o efeito de *flickering quotes* entre os mercados, ou seja: do momento em que o investidor recebe a fita consolidada, até o recebimento da oferta, esse preço pode não mais estar disponível.

Os fatores acima relacionados devem impactar nas políticas de *best execution* a serem adotadas pelos intermediários, na medida em que afetam a certeza quanto à execução de ordens.



## Parte II

---

### **Temas relacionados à estrutura da autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados**

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

#### Pontos Positivos

A atividade de autorregulação tem por finalidade assegurar a higidez e o funcionamento eficiente dos mercados organizados, destinando-se a coibir práticas não equitativas ou fraudulentas que afetam negativamente sua credibilidade e minam a confiança do investidor. A adequada supervisão dos mercados organizados de modo a assegurar seu funcionamento eficiente é um de seus atributos essenciais, constituindo-se como elemento fundamental para sua subsistência.

Conforme reconhecido pela IOSCO, a autorregulação é um instrumento eficaz de supervisão de uma atividade complexa, dinâmica e sujeita a constantes mudanças, constituindo-se como um elemento valioso para que os órgãos reguladores do mercado de capitais possam atingir seus objetivos, em especial no que se refere à preservação de práticas saudáveis de negociação em mercados organizados<sup>13</sup>.

Por ser submetida a regime jurídico privado, a autorregulação apresenta maior flexibilidade e agilidade para tratar questões estruturais, como, por exemplo, suprir necessidades de contratação e aprimoramento tecnológico, necessários para o aperfeiçoamento da supervisão e fiscalização dos participantes do mercado.

---

<sup>13</sup> In “Report of the SRO Consultative Committee”, p. 1, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>.

A estrutura atual da atividade de autorregulação, assim como definida na Instrução CVM nº 461<sup>14</sup>, tem apresentado benefícios palpáveis, que podem ser atribuídos em grande medida à adequada estrutura de governança instituída pela CVM para conferir atribuições claras ao Conselho de Supervisão, ao Diretor e ao Departamento de Autorregulação.

Acreditamos que o modelo de autorregulação instituído pela Instrução CVM 461 permite um tratamento adequado dos conflitos de interesse inerentes ao exercício dessa atividade<sup>15</sup>, criando condições propícias para o desenvolvimento eficiente da função de autorregulação, caracterizada por sua maior agilidade e expertise na avaliação das questões relativas ao funcionamento dos mercados organizados.

Cumprir destacar, do modelo vigente, a independência assegurada ao Conselho de Supervisão e ao Diretor de Autorregulação, sem prejuízo de seus deveres de prestação de contas ao Conselho de Administração da entidade administradora, formada por uma maioria de membros independentes. Trata-se de modelo de regulação inspirado nas recomendações da IOSCO a respeito de como lidar com os conflitos de interesse em bolsas, especialmente em virtude do processo de desmutualização<sup>16</sup>, que vem comprovando sua eficácia desde a edição da Instrução CVM 461.

---

<sup>14</sup> Nos termos do art. 36 da Instrução CVM 461, a autorregulação consiste na supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.

<sup>15</sup> Conforme descrito no Edital de Audiência Pública da proposta de normativo que resultou na Instrução CVM nº 461/07, a CVM buscou “construir uma estrutura orgânica que preservasse as funções de autorregulação e fiscalização das pressões do cotidiano das Entidades Administradoras, provenham elas dos próprios sócios, no caso das estruturas mutualizadas, ou, no caso das estruturas desmutualizadas, dos interesses comerciais de curto prazo dos acionistas e administradores. A norma procura deixar esta idéia clara listando as atribuições inseridas na competência de cada órgão e explicitando que as atividades de autorregulação competem exclusivamente aos órgãos de autorregulação, vedada a atribuição de funções de fiscalização e de supervisão ao Conselho de Administração e ao Diretor-Geral, exceto nas hipóteses a seguir descritas (§2º, art. 19)”.

<sup>16</sup> Cf. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO: “*Regulatory Issues arising from exchange Evolution*”, disponível em <http://www.cnmv.es/publicaciones/IOSCOPD225.pdf>.

Especificamente no caso da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, criada em agosto de 2007, a adequação do modelo em vigor permitiu o pleno desenvolvimento de suas atividades, fruto de investimentos da ordem de R\$ 140 milhões, aproximadamente. Desde sua constituição, a BSM realizou 896 auditorias em participantes e 1.162 auditorias em Agentes Autônomos de Investimentos; emitiu 463 relatórios de supervisão de mercado; instaurou 146 Processos Sancionadores, tendo celebrado 76 termos de compromisso e enviado 1.342 cartas de recomendação e de censura aos participantes dos mercados administrados pela BM&FBOVESPA.

Apoiados nos histórico de desempenho da BSM e na percepção geral acerca do funcionamento hígido dos mercados administrados pela BM&FBOVESPA que acreditamos existir, somos da opinião de que o modelo atual de autorregulação, exercida por um Departamento de Autorregulação vinculado à entidade administradora, tem se provado como instrumento eficiente para garantir a integridade do mercado.

### Pontos Negativos

Na hipótese de existir mais de uma bolsa, o atual modelo de autorregulação – de acordo com o qual cada entidade administradora de mercados organizados deverá constituir seu próprio Departamento de Autorregulação – poderá dar ensejo a potenciais conflitos na interpretação e aplicação das diferentes regras de mercado, podendo os Departamentos de Autorregulação de cada entidade administradora adotar diferentes níveis de tolerância com irregularidades de uma mesma natureza, gerando assim um processo de arbitragem regulatória.

As diferentes abordagens que os Departamentos de Autorregulação podem adotar diante de fatos similares pode gerar ineficiência no processo de *compliance* das pessoas autorizadas a operar, elevando assim os custos de observância para os intermediários.

A existência de diversos mercados organizados pode resultar no surgimento de “pontos cegos” para os Departamentos de Autorregulação, que não possuirão uma visão completa da atividade dos participantes do mercado em todos os ambientes de negociação, ensejando o risco de manipulação e de outras práticas ilícitas serem

conduzidas por meio de múltiplos mercados. Nesse contexto, certas funções que podem ser exercidas pelo Departamento de Autorregulação quando há somente um único mercado organizado poderão ter de ser exercidas pelo órgão regulador diretamente no contexto de um mercado fragmentado.

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

**(iii) Caso a resposta seja afirmativa: 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?**

À luz das considerações acima, entendemos que o modelo de autorregulação instituído pela Instrução CVM 461 tem se mostrado eficiente para preservar a integridade e credibilidade dos mercados organizados, em virtude da existência de incentivos econômicos e reputacionais da entidade administradora em manter uma estrutura adequada para realizar a tarefa de supervisão de seus mercados, bem como daqueles que neles atuam (emissores de valores mobiliários, intermediários e demais pessoas autorizadas a operar). Esses incentivos se traduzem na necessidade de se preservar a integridade do mercado como pré-condição da atividade empresarial desenvolvida pelas bolsas, sem o qual essa atividade não se mostra viável.

Caberá à CVM sopesar os aspectos positivos do atual modelo em comparação com potenciais aspectos negativos acima descritos ao decidir sobre a pertinência de se alterar o modelo de autorregulação vigente.

Tendo em consideração, porém, a importância de zelar pelo bom funcionamento de seus mercados, a BM&FBOVESPA manterá, em qualquer hipótese, estrutura própria com o objetivo de analisar as operações cursadas nos seus mercados, com a finalidade de se assegurar de sua higidez e integridade, em benefício dos investidores que neles atuam<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Conforme destacado no relatório da Aité Group na análise da estrutura do mercado europeu, “most European exchanges, even without an official SRO status, continue to provide limited supervisory functions related to their markets. For example, exchanges will share the role of market surveillance to

**(iv) 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?**

De modo a evitar que se instaure um processo de arbitragem regulatória que conduza a práticas que possam colocar em risco o bom funcionamento do mercado, entendemos que será necessário que a CVM acompanhe com atenção e incentive uma harmonização das regras de mercado, tais como (i) regras sobre procedimentos especiais de bolsa (e.g., leilão, *circuit breakers*, etc.); (ii) regras sobre suspensão de negociação de valores mobiliários; (iii) critérios de definição de preços de ajuste de contratos futuros, dentre outros aspectos nucleares do funcionamento dos mercados organizados.

**(v) 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?**

As entidades de autorregulação poderão estabelecer mecanismos de coordenação para a harmonização da regulamentação e supervisão de mercados com a coordenação da CVM, possibilitando o intercâmbio de informações e a coordenação de esforços em auditorias periódicas. Referidas entidades poderão estabelecer convênios para cooperação mútua, estabelecendo, dentre outras medidas, o compromisso de harmonizar seus planos de trabalho anuais, tanto no que se refere à definição de seu conteúdo como em relação a sua forma de execução. Referidos convênios devem contemplar igualmente o compromisso dos Departamentos de Autorregulação no sentido de buscar uma padronização de suas interpretações sobre regras de mercado, para evitar arbitragem regulatória e aumento de custo de observância para os participantes ligados a mais de uma bolsa.

A CVM deverá necessariamente supervisionar a execução dos compromissos firmados em tais convênios, assegurando a efetiva cooperação entre os departamentos de autorregulação.

---

identify potential trade abuse but will typically defer to the regulator to take the lead role in the actual investigation” (p. 60).

**(vi) Caso a resposta seja negativa, 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?**

Não aplicável, em virtude da resposta à questão anterior.

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

Não possuímos comentários adicionais.