

São Paulo, 11 de setembro de 2013.

Ref: Audiência Pública nº 5/2013.

Ilmo. Sr.

Antônio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado em exercício

Senhor Superintendente:

Em referência ao Edital de Audiência Pública nº 05/2013 que convida o mercado à apresentar 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, gostaríamos de apresentar a contribuição do CFA Society Brazil.

A efetiva introdução de concorrência entre plataformas de negociação em alguns mercados desenvolvidos (Canadá, Reino Unido, Alemanha e Itália) é um fenômeno relativamente recente (à partir de 2008). O mercado dos Estados Unidos é uma exceção pois já adota essa estrutura fragmentada há muito mais tempo. Em geral, busca-se introduzir concorrência para reduzir custos (rendas monopolísticas da plataforma incumbente), aumentar a oferta de instrumentos negociados ou atender as exigências de negociação de participantes específicos (negociações de blocos e HFT, por exemplo).

Nesse sentido é importante que a busca de redução de custos seja medida não somente pelo ângulo dos custos diretos advindos da plataforma incumbente mas, também, por outros custos como o de corretagem cobrado pelas corretoras e, principalmente, o “custo indireto da liquidez” representado pela diferença média entre o melhor preço de compra e o de venda dos papéis (“*bid-ask spread*”).

O preço da corretagem pode ser afetado negativamente se os corretores tiverem que compensar total ou parcialmente o custo extra de investimento em infraestrutura e o *bid-*

ask spread (que é uma medida da liquidez do ativo) pode ser afetado negativamente pela fragmentação da liquidez¹. Nesse sentido, o estudo da Oxera², é bastante conclusivo sobre o efeito que a competição tem na redução da componente de custo referente à bolsa incumbente, mas é menos conclusivo sobre o impacto nesses outros dois importantes componentes. Em seu próprio relatório, a Oxera afirma que os estudos disponíveis não são unânimes em suas conclusões e que o efeito depende da medida em que a liquidez entre as diferentes plataformas se comunicam.

Há de se considerar que eventuais aumentos de custo incorridos pelos diversos participantes podem ser compensados por aumentos de preços que podem ser diferentes para cada tipo de investidor (grandes institucionais, HFT e pessoas físicas).

Além da consideração acima sobre o efeito no custo de transação para cada tipo de investidor, a fragmentação do volume de negociação aumenta a complexidade da supervisão do mercado secundário por parte do regulador que também, em última instância, representa um custo para a sociedade e um risco para os investidores em geral.

Cabe destacar que plataformas diferentes, com autorregulações e características técnicas (latência, por exemplo) distintas, tendem a favorecer determinados tipos de investidores em detrimento de outros e, portanto, a existência de regras de proteção a execução (*best execution*) são fundamentais para mitigar (mas não eliminar) esse desequilíbrio, principalmente visando proteger o pequeno investidor.

Em mercados desenvolvidos que convivem com múltiplas plataformas de negociação, ambientes diferentes de execução acabam sendo criados. Nos Estados Unidos existem atualmente 13 bolsas de valores, pelo menos uma rede eletrônica de comunicação (ECN), aproximadamente 16 *dark pools* que reportam informações e mais de 200 dealers/corretores que executam ordens de clientes internamente (casando ordens de

¹ Para uma discussão esclarecedora sobre esse assunto ver “Exchange Competition, Fragmentation and the Destruction of Liquidity in Markets that Operate Centralised Electronic Limit Order Books” (2012- World Federation of Exchanges) de Alex Frino, CEO da Capital Markets CRC Limited e Professor of Finance da University of Sydney.

² “What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil?” Oxera June 2012.

compra e venda de seus próprios clientes). O volume negociado por todas as bolsas americanas representam aproximadamente dois terços do volume total negociado.

Embora esta audiência pública não indique se, entre as plataformas alternativas, serão consideradas apenas ambientes de negociação com total transparência *pré* e *pós* negociação (chamados *lit markets*) ou ambientes que só provêm transparência *pós* execução (chamados *dark pools*) também serão autorizados, encaminhamos em anexo um extenso estudo que o *CFA Institute* realizou em 2012³ analisando o impacto que a proliferação desse tipo de ambiente de negociação (*dark pools*) tem sobre a integridade e a qualidade do mercado secundário, além de fazer algumas sugestões de melhorias regulatórias para o mercado americano.

Gostaríamos de apresentar também um documento de acesso público que consiste em carta enviada pela entidade norte-americana *SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association* para a *U.S. Securities and Exchange Commission* com uma solicitação de revisão da estrutura regulatória de corretoras ("*broker dealers*") e bolsas de valores como também da autorregulação. Não fazemos juízo de valor sobre os argumentos apresentados pela SIFMA mas nossa intenção, ao encaminhar este estudo para a CVM, é o de apresentar o tipo de discussão que acontece em um mercado que há muito adotou o modelo de múltiplas plataformas de negociação. Para acesso direto à carta, favor usar o link <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589944673> .

Acreditamos que o assunto objeto desta audiência pública é bastante complexo e de variadas implicações para os participantes do mercado e inclusive e especialmente para o regulador. Assim, entendemos que a discussão das alternativas e impactos não se esgotam no âmbito desta audiência pública, de forma que pesquisa e análise profunda adicionais dos impactos dessa mudança devem continuar a serem debatidos.

³ "Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality", CFA Institute 2012



Agradecemos mais uma vez a oportunidade de nos manifestarmos e contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Rafael Campos, CFA
Presidente – CFA Society of Brazil

Marcos De Callis
Presidente do Conselho Consultivo