

14 de agosto de 2013

À

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

(enviado por e-mail)

At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

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

Prezados Senhores,

A Direct Edge Holdings LLC ("Direct Edge"), sociedade com sede na Cidade de New Jersey, Estados Unidos, em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13 ("Audiência Pública"), respeitosamente submete a esta Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), suas manifestações, comentários, sugestões e opiniões 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 atualmente adotada, tendo em vista a hipótese de concorrência entre plataformas de negociação no Brasil.

Considerando sua posição entre as maiores operadoras de bolsas de valores do mundo e como potencial concorrente no mercado brasileiro de negociação de ações, a Direct Edge confia que sua perspectiva poderá contribuir com a discussão das questões levantadas pela CVM na Audiência Pública.

Introdução

A Direct Edge acredita que a CVM está correta em enfrentar as discussões e avaliar a melhor maneira, sob a perspectiva regulatória, de se preparar para um ambiente competitivo de plataformas de negociação de valores mobiliários. A análise realizada pela empresa de consultoria Oxera nesse contexto e submetida à CVM em 2012 corretamente ressaltou que o planejamento avançado com acompanhamento próximo da CVM seria útil para assegurar que os benefícios da concorrência sejam plenamente alcançados com menores custos e com a manutenção da qualidade do mercado. Para que a transição para um mercado de estrutura competitiva seja realizada de forma ideal, as mudanças devem ser implementadas de maneira suave, com a devida supervisão e proteção aos investidores, de modo que se estabeleça um mercado mais eficiente para todos os participantes.

A Direct Edge acredita que os três principais temas abordados na consulta promovida pela CVM, quais sejam: (i) melhor execução no interesse dos clientes (*best execution*), (ii) consolidação dos dados de pré e pós-negociação e (iii) autorregulação, são temas especialmente relevantes no estágio atual de desenvolvimento. Todas essas matérias dizem respeito a aspectos fundamentais da operação do mercado e que devem ser repensados e ajustados para um cenário de mercado competitivo. Esses ajustes deverão permitir que todos os participantes possam se adequar à nova realidade sem que se deixe de proteger os interesses dos investidores.

Considerando a potencial implementação de mudanças na regulamentação que trata dos mercados organizados de valores mobiliários, a Direct Edge propõe três princípios que em sua visão poderão orientar a atuação da CVM, descritos a seguir.

1. **Assegurar a integridade do mercado** – a regulação deve estar estruturada de forma que a introdução da concorrência minimize o risco sistêmico e operacional para todos os participantes do mercado, e que a integridade da supervisão do mercado não seja prejudicada, de maneira a proteger os investidores e promover continuamente a confiança no mercado;
2. **Reconhecer e estimular soluções baseadas no mercado** – a concorrência entre plataformas de negociação e intermediários naturalmente estimulará novos padrões de comportamento que demonstrarão sua utilidade prática, o atendimento às necessidades dos investidores e sua capacidade de agregar valor. Essa realidade deverá contribuir e complementar as novas regras que venham a ser publicadas e assegurar o alcance dos objetivos desejados com custos e benefícios equilibrados; e
3. **Minimizar custos de implementação e maximizar as escolhas dos investidores e intermediários** – a transição para o mercado competitivo de plataformas de negociação é uma oportunidade importante para intermediários (incluindo corretoras) e seus respectivos clientes agregarem valor de diferentes maneiras. As diferentes necessidades dos investidores podem e deverão levar as corretoras a inovar e oferecer uma nova gama de alternativas. A regulação que busca padronizar o comportamento das corretoras ou impor uma abordagem única corre o risco de impor custos desnecessários ao mercado e também pode conferir aos investidores menos alternativas na execução de seus negócios.

A partir dos princípios descritos acima, a CVM poderá garantir uma estrutura regulatória que promova a concorrência no âmbito das plataformas de

negociação e dos intermediários, assegurando a maior eficiência do mercado e mantendo um alto nível de proteção ao investidor.

Melhor Execução no Interesse dos Clientes

Evidências a serem consideradas

A análise de mercados de capitais desenvolvidos nos quais existe a concorrência entre plataformas de negociação revela duas abordagens básicas de regime de melhor execução utilizadas: (i) uma abordagem “baseada em normas”, na qual a regulação impõe avaliações mandatórias aos participantes do mercado para determinar decisões de execução (normalmente concentradas no preço); ou (ii) uma abordagem “baseada em princípios”, na qual a regulação destaca os fatores que os participantes do mercado devem considerar, mas dá aos participantes flexibilidade para determinar o melhor resultado para os investidores. Ambos os regimes estabelecem uma espécie de dever fiduciário que os participantes do mercado possuem frente aos seus clientes, mas também baseiam-se em certa medida, na informação dos clientes. A linha regulatória adotada por cada um dos mercados é baseada na combinação de fatores únicos e próprios, como por exemplo sua história, infraestrutura e nível de fragmentação existentes.

Estados Unidos da América

Os Estados Unidos da América (“EUA”) mantiveram por décadas múltiplas bolsas em um mundo muito menos conectado, menos automatizado e menos eficiente do que o mundo atual (o que não é tão diferente do Canadá, do Brasil e de outros mercados que tiveram bolsas “regionais” além das bolsas de listagem “principais”). Antes da implementação da Regulamentação NMS em 2007 (“Reg NMS”), as corretoras podiam decidir rotear as ordens dos clientes para a bolsa principal em que os papéis estivessem listados, para as bolsas regionais, para sistemas alternativos de negociação (ATS) e redes de comunicação eletrônica (ECN) ou para formadores de mercado nos mercados de balcão (OTC). Os mercados regionais e de balcão dos EUA eram eletronicamente conectados. Tal conexão, porém, era realizada por meio de conectividade voluntária privada ou por meio do antiquado Intermarket Trading System (ITS). Isso resultava, nos primeiros dias de concorrência entre bolsas do final da década de 1990 e nos primeiros anos do século XXI, em exacerbada fragmentação de liquidez nos múltiplos locais de execução.

A implementação da Norma 611 da Reg NMS em 2007 (“Norma 611”) lidou com o tema da fragmentação ao exigir que todos os participantes evitassem a prática de “*trading through*”, ou negociação sem aproveitamento de eventuais

cotações e melhores preços em uma bolsa nacional “protegida” (eletronicamente acessível), exigindo conexões entre todos os locais protegidos do Sistema do Mercado Nacional¹. Assim, por exemplo, se a Bolsa A estivesse trabalhando com uma ordem de venda cotada a US\$10,00 para 500 ações e a Bolsa B estivesse trabalhando com 1000 ações a US\$10,01, seria proibido aos participantes acessar a cotação de US\$10,01, a menos que enviassem uma ordem especial dirigida para a ordem com melhor preço na carteira da Bolsa A. Para demonstrar o cumprimento desta exigência, a Reg NMS exige que os participantes estabeleçam, mantenham e executem políticas e procedimentos escritos que evitem com razoabilidade eventual prática de “*trading through*”. A Norma 611 também modernizou os processos manuais remanescentes ainda mantidos pela New York Stock Exchange (“NYSE”), forçando o principal ambiente de listagem nos EUA a tornar-se completamente eletrônico.

Canadá

O Canadá introduziu uma abordagem baseada em normas com a entrada em 2007 de novos sistemas de negociação para competir com a Toronto Stock Exchange, a bolsa incumbente. Inicialmente, o Canadá requereu às corretoras que realizassem “esforços razoáveis” para estabelecer conectividade e acessar as cotações com melhores preços em bolsas e ATSS. No entanto, a demonstração de cumprimento desta norma provou ser difícil e desprovida de clareza. A Investment Industry Regulatory Organization of Canada (“IIROC”) atualizou em fevereiro de 2011 suas Normas de Integridade Universal do Mercado (UMIR) de forma a implementar obrigações baseadas em normas no que diz respeito ao “*trading through*”, não apenas para os próprios participantes do mercado mas também para as plataformas de negociação em si, obrigando a conectividade entre ambientes (*pools*) de liquidez de maneira similar à da Reg NMS. Contudo, a extensão da Norma de Proteção de Ordens canadense (OPR) vai além da Reg NMS, exigindo proteção para a totalidade da carteira de ordens (todas as ordens a um nível de preço elegível) e não somente para a principal cotação.

Europa

O Reino Unido e a União Europeia optaram por implementar um regime uniforme de melhor execução “baseado em princípios” como parte da sua Diretiva sobre Mercados de Instrumentos Financeiros (“MiFID”), estabelecendo novas regras para mercados competitivos em 2007. Na Europa, os participantes do mercado devem considerar preço, custo, volume, velocidade,

¹ Norma Final: Regulamentação NMS (<http://tinyurl.com/m22yftp>).

probabilidade de execução/liquidação, natureza da ordem e quaisquer instruções especiais do cliente ao determinar o roteamento de ordens². No entanto, não há uma obrigação específica em termos de “*trading through*”, no sentido de necessidade de acesso às melhores cotações em uma plataforma de negociação específica que esteja trabalhando com o melhor preço.

A fim de demonstrar o cumprimento desta abordagem mais flexível, os participantes devem estabelecer “políticas de execução” que descrevam detalhadamente os meios pelos quais as ordens são executadas de forma a obter os melhores resultados, que priorizem os fatores usados para determinar as decisões de roteamento e os locais usados, bem como as “providências de execução”. Diversamente dos EUA e do Canadá, estes princípios se estendem a gestores de investimentos e corretoras, quando estiverem lidando com ordens por conta dos seus investidores finais.

Austrália

A Austrália, o mais recente mercado a fazer a transição para uma estrutura competitiva, também utilizou uma abordagem de melhor execução “baseada em princípios” para o desenvolvimento do seu mercado, mas introduziu gradativamente o cumprimento de algumas orientações bastante claras.

A Chi-X Austrália (“Chi-X”) foi o primeiro (e até agora o único) operador de mercado alternativo (AMO) a entrar no mercado e competir com a bolsa incumbente, a Australian Stock Exchange (“ASX”). O regulador, a Australian Securities & Investments Commission (“ASIC”), optou por orientar os participantes do mercado a tomar “medidas razoáveis para obter o melhor resultado para os seus clientes” após o lançamento da Chi-X em outubro de 2011, mas não exigiu que as corretoras ou a ASX acessassem a nova plataforma. As exigências de melhor execução foram um dos muitos pontos abordados nas Normas de Integridade do Mercado (Concorrência em Mercados de Bolsa) da ASIC, as quais foram subsequentemente atualizadas em 2012 e 2013³.

Em agosto de 2012, a ASIC anunciou que o “período de transição” que permitia aos participantes cumprir as suas obrigações de melhor execução conectando-se somente à ASX terminaria em março de 2013 (adiando a data original de outubro de 2012). Embora o regulador tenha decidido não adotar em matéria de “*trading through*” uma norma estrita que obrigasse os participantes a se

² Texto Completo da MiFID, 21 de abril de 2004 – Artigo 21 (<http://tinyurl.com/ntj8oxp>).

³ Normas de Integridade do Mercado (Concorrência em Mercados de Bolsa) da ASIC – Texto Integral (<http://tinyurl.com/km3ncwg>).

conectarem com a Chi-X, os participantes foram orientados a “analisar ativamente se o acesso à Chi-X traria ou não melhores resultados para os seus clientes, de forma consistente e a um custo razoável”⁴. Se a análise concluir que adicionar a Chi-X como opção beneficiaria os investidores, a ASIC espera que os participantes: 1) implementem sistemas para acessar a Chi-X (diretamente ou por meio de outras corretoras), 2) alterem as suas políticas e procedimentos de melhor execução e 3) informem os investidores sobre a alteração. A ASIC também indicou que, embora tempo e esforço sejam necessários para atualizar os sistemas de forma a permitir o acesso a outros mercados, “espera-se que estas mudanças sejam implementadas em um período razoável (dentro de 3-6 meses).”⁵

Requisitos para Intermediários

Independentemente do nível de competição entre as plataformas de negociação, a maior parte das jurisdições enfoca fatores bastante similares no que diz respeito à obrigação das corretoras de lidar com ordens de clientes de forma a atingir o melhor resultado.

Além da proteção em matéria de “*trading through*” da Reg NMS para ordens colocadas no mercado, nos EUA as corretoras estão sujeitas também à Norma 5310⁶ da Financial Industry Regulatory Authority, Inc (“FINRA”)⁷, que exige que os intermediários devem usar “diligência razoável” ao determinar o melhor mercado, considerando fatores relativos ao “perfil do mercado para o valor mobiliário” (preço, volatilidade, liquidez relativa, método de comunicação) juntamente com o volume e tipo de operação, o número de mercados verificados, a acessibilidade das cotações e os termos nos quais a ordem foi comunicada ao intermediário. Para ajudar no cumprimento destes padrões, os membros da FINRA devem conduzir análises “regulares e rigorosas” da qualidade de execução, com foco na melhora (ou piora) de preços, probabilidade, velocidade e volume das execuções, custos operacionais explícitos, instruções de clientes e da existência de quaisquer arranjos para roteamento de ordens. O cumprimento destas exigências é, então, verificado pela FINRA por meio de fiscalizações rotineiras de seus membros. Outros mercados, como Canadá, Europa e Austrália, mantêm critérios similares, sendo os reguladores locais responsáveis por assegurar que as corretoras estejam monitorando a qualidade de execução e tomando decisões prudentes em nome dos seus clientes.

⁴ Atualização da supervisão do mercado – Edição de 24 de agosto de 2012 (<http://tinyurl.com/k46ttqe>).

⁵ Ibid.

⁶ Norma 5310 da FINRA (<http://tinyurl.com/kbtn9lf>).

⁷ Regulador independente no EUA

Necessidades dos Investidores e Regimes de Prestação de Informações

Investidores de varejo e investidores institucionais possuem necessidades muito diferentes em termos de medição da qualidade de suas execuções. Com ordens menores, a qualidade da execução de varejo é geralmente vista como uma função de preço e velocidade, uma vez que é improvável que as suas ordens influenciem o mercado, de forma que a execução imediata é viável. Investidores institucionais, que executam ordens vultosas, devem ponderar a execução imediata das ordens com o potencial de impacto no mercado e vazamento de informações que podem mudar o preço dos valores mobiliários negociados. Por conseguinte, as corretoras possuem capacidade de discernimento e devem empregar ferramentas e locais de execução disponíveis para atingir a melhor execução para investidores maiores. Operadores profissionais e investidores de alta frequência são geralmente os que melhor entendem de objetivos de curto prazo e efetuam a sua própria medição rigorosa da qualidade de execução em função dos seus objetivos.

Nos EUA, a U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) exige que as corretoras apresentem relatórios trimestrais (Norma 606) divulgando como roteiam ordens para bolsas, outras corretoras e outros ambientes fora de bolsa. A SEC também exige que todos os centros de mercado (inclusive bolsas) apresentem relatórios trimestrais de qualidade de execução (Norma 605), com enfoque no *spread* efetivo, taxas de melhora e piora de preços, taxas de conclusão e velocidade de execução. Contudo, ambos os relatórios limitam-se a “ordens cobertas”, o que efetivamente limita a análise a execuções de varejo, ao incluírem somente ordens com valor inferior a US\$200.000 relativas a valores mobiliários listados em bolsa. Ambos os relatórios são úteis para investidores pessoas físicas e corretoras de varejo por ajudarem a entender para onde as ordens são roteadas com relação à qualidade de execução do respectivo centro de mercado.

No entanto, métricas padrão como as utilizadas nos relatórios das Normas 605 e 606 possuem utilidade bastante limitada para investidores institucionais. A mensuração dos custos operacionais para estes investidores de maior porte e sofisticados é mais desafiadora, uma vez que há múltiplos parâmetros a serem observados e premissas distintas sobre a estimação do impacto no mercado e tempo que devem ser levados em conta para ordens maiores em um ambiente de variedade de condições de mercado. Assim, geralmente é mais eficaz que o regulador estabeleça os critérios que devem ser utilizados para calibrar a qualidade de execução institucional, sem a imposição de um conjunto rigoroso de métricas a ser seguido.

Na Europa e na Austrália, os reguladores realizam distinções específicas nas suas normas de melhor execução entre ordens de varejo e ordens institucionais ou “de atacado”⁸. Para clientes de varejo, a melhor execução é uma função da “contraprestação total”, considerado simplesmente o preço atingido acrescido de quaisquer taxas de execução explícitas no caso de compra ou subtraído de quaisquer taxas de execução explícitas no caso de venda). Em caso de ordens de varejo, a contraprestação total é combinada com os demais fatores (preço, custos, velocidade e probabilidade de execução). Como nos EUA, as corretoras da Europa e da Austrália possuem maior discricão para determinar quais métricas definem o melhor resultado para as ordens institucionais.

Recomendações da Direct Edge

Visão Geral

Assim como em outros mercados de capitais de alto nível, a regulação atualmente existente no mercado brasileiro já prevê uma obrigação de melhor execução para os intermediários. A Instrução CVM 505, de 27 de setembro de 2011 (“Instrução CVM 505”), em seus artigos 19 e 20, inclui os fatores de preço, celeridade e igualdade de execução e liquidação na execução de ordens, de forma parecida com outros regimes internacionais. A Direct Edge acredita que qualquer orientação adicional que venha antes do estabelecimento da concorrência entre plataformas de negociação poderia simplesmente trazer alguma melhora ou suplementar uma estrutura regulatória que já se mostra bastante sólida.

Considerando os princípios norteadores descritos acima, a Direct Edge acredita que uma abordagem baseada em princípios, que reforçasse os fatores descritos na Instrução CVM 505 no contexto da competição entre plataformas de negociação, é o caminho a ser seguido pela CVM seguir no momento atual. Essa visão se baseia na atual ausência de concorrência entre plataformas de negociação no mercado, bem como na abordagem gradual sinalizada pela CVM para que a concorrência se dê apenas entre bolsas ou entre mercados de balcão organizados (em outras palavras, não se consideraria a competição entre bolsas e ambientes menos transparentes de negociação como os “dark pools”), e no objetivo de gerar o mínimo impacto financeiro e operacional para os participantes do mercado. Evidências sugerem que uma regulação baseada em princípios não vai se revelar como uma barreira para o estabelecimento da

⁸ Normas da ASIC sobre Integridade do Mercado (Competição em Mercados de Bolsa) – Parte 3.1.1 (<http://tinyurl.com/km3ncwg>)

concorrência entre plataformas de negociação, podendo na verdade facilitar sua ocorrência e legitimação.

Considerações para um Período de Transição

Na fase inicial da concorrência entre plataformas de negociação, a regulamentação deve ser cuidadosamente elaborada de maneira que os intermediários possam avaliar a utilidade da concorrência enquanto esta vai se desenvolvendo, e assim possam ajustar-se, permitindo a máxima capacidade de resposta às necessidades e exigências dos investidores com custos mandatórios mínimos.

Uma abordagem baseada em princípios para a melhor execução permitiria que cada intermediário avaliasse as necessidades de seus clientes e o valor de novos entrantes no mercado. Enquanto a concorrência se desenvolve, a CVM poderia, então, utilizar uma abordagem orientada ao mercado, respondendo com a atualização da estrutura da regulamentação. Caso as forças do mercado validem a concorrência de maneira que um volume substancial das negociações fique dispersado entre as bolsas concorrentes, a CVM terá a possibilidade de editar orientações explícitas para que os intermediários comecem a avaliar o custo e benefício de se conectar às novas plataformas. Essa abordagem permitiria flexibilidade enquanto manteria a expectativa de que os intermediários de fato avaliassem cuidadosamente a necessidade de conectar-se a novas plataformas para alcançar a melhor execução das ordens. Em algum ponto mais distante no futuro, um regime baseado em regras pode vir a ser explorado caso a competição se torne muito intensa, cenário no qual a necessidade básica de conectividade entre diferentes bolsas é geralmente aceita (e já implementada naturalmente).

Critério de Melhor Execução para Diferentes Segmentos de Investidores

A Direct Edge acredita que no Brasil a qualidade de execução de ordens de varejo deveria ser medida em termos da “contraprestação total”. Em linha com as demais considerações sobre um regime mais desenvolvido de melhor execução, as novas orientações poderiam ser introduzidas gradativamente no mercado para permitir às corretoras um período de transição antes que as corretoras estejam obrigadas a avaliar o impacto do uso de múltiplos locais de execução para o fluxo de ordens de varejo.

Tendo em vista a dificuldade de se estabelecer métricas padronizadas para investidores institucionais mais sofisticados, os fatores mais genéricos atualmente descritos na Instrução CVM 505 são suficientes para que, por um

período inicial, as corretoras comecem a avaliar o uso de múltiplos ambientes de negociação para a execução do fluxo de ordens institucionais.

Roteamento, Conectividade e Custos

Como mencionamos anteriormente, a Direct Edge acredita que uma abordagem gradual para desenvolver o regime de melhor execução é apropriada no caso do mercado brasileiro. A Direct Edge acredita que o desenvolvimento da infraestrutura tecnológica também deve ser examinado para considerar em que medida esta se alinha ao desenvolvimento da estrutura regulatória. A negociação eletrônica e conectividade já são bem estabelecidas no Brasil, com corretoras utilizando-se de tecnologias extremamente avançadas e protocolos comuns como FIX para padronizar a comunicação. Uma estrutura de Acesso Direto ao Mercado (DMA) sofisticada, negociação com algoritmos, co-locação (*co-location*) e outros sistemas de gestão de ordens são amplamente utilizados.

Dada a atual ausência de concorrência entre plataformas de negociação no mercado brasileiro, a única infraestrutura tecnológica que não está em uso é aquela para avaliar a liquidez em múltiplos locais de negociação, qual seja, a tecnologia de roteamento inteligente de ordens (*smart order routing*). A Direct Edge ressalta, porém, que opções eficientes em termos de custo pelas quais as corretoras do Brasil poderão ter acesso a esses serviços vão rapidamente tornar-se disponíveis. Os fornecedores de tecnologia que oferecem conectividade e outros serviços de tecnologia no ambiente atual provavelmente expandirão as suas ofertas de serviços para incluir o roteamento inteligente de ordens. Fornecedores atualmente operando no Brasil, como Bloomberg, Thomson Reuters, Fidessa e Sungard alavancaram a sua expertise nos EUA para estender os seus serviços para a Europa, Canadá e Austrália quando estes mercados se abrirem para a concorrência.

Também nos parece que as corretoras começarão a oferecer ou contratar esses serviços de roteamento para/de outras corretoras. Em outras jurisdições, é comum que os intermediários se apoiem na infraestrutura fornecida por corretoras maiores e outros parceiros para atingir múltiplos mercados com eficiência de custos e propiciar a melhor execução para os seus clientes. Esta tendência atualmente se acelerou nos EUA, conforme o acesso aos mercados se tornou mais eficiente e barato para os investidores, encorajando corretoras de menor porte a focar no desenvolvimento de serviços de maior valor agregado como serviços de banco de investimento, análises e pesquisa, ao invés de dependerem exclusivamente de comissões na condução das suas atividades. Com os conceitos de Participantes de Negociação (PN) e Membro de Compensação (MC) introduzidos pela BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de

Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”), o roteamento é um serviço que membros de compensação podem prover a outros membros de negociação para que se diferenciem seus modelos de negócio e gerem custos reduzidos para participantes menores, que apenas negociam.

Por fim, os serviços de roteamento inteligente podem ser eficientemente prestados pelas próprias bolsas, se uma estrutura regulatória de acesso justo for implementada. A Direct Edge Brasil pretende prestar serviços de roteamento gratuitamente para os seus membros, para que estes possam acessar liquidez na carteira de ordens da Direct Edge a partir da carteira de ordens da BM&FBOVESPA e outras bolsas que venham a operar no mercado brasileiro. Por meio da simples conexão à Direct Edge, as corretoras membro obterão acesso a todos os *pools* de liquidez com uma única conexão. Para que isso funcione, contudo, devem ser estabelecidas regras para que as bolsas concedam acesso a outras bolsas que rotearem ordens por conta de seus clientes. Com a implementação dessas regras e conexões desde o começo, uma competição entre as plataformas de negociação deve gerar riscos mínimos de fragmentação.

Em termos de custos de implementação, seja com a escolha de estabelecer a sua própria tecnologia de roteamento, seja usando serviços prestados por uma bolsa, um fornecedor, ou outra corretora, o único custo potencial incremental é o de conectividade. No Brasil, tais custos seriam facilmente gerenciáveis. A supracitada abordagem de não permitir a competição entre bolsas e mercados de balcão significa que é muito provável que a competição se confine dentro de um pequeno grupo de bolsas aprovadas.

Os participantes do mercado terão a possibilidade de alavancar a conectividade existente com os membros liquidantes ou seus provedores de tecnologia já existentes, incorrendo em custos incrementais apenas se decidirem se ligar diretamente a múltiplas bolsas. Nesses casos, a conectividade a partir do centro de dados de uma corretora pode ser estabelecida por cerca de US\$1.500,00 (aproximadamente R\$3.375,00) mensais através de um provedor comunitário (“*shared extranet provider*”). Clientes com volumes maiores ou requisitos de performance podem obter conectividade *premium* com fibras óticas por menos de US\$12.000,00 (aproximadamente R\$27.000,00) . Mais importante que isso, com uma abordagem baseada em princípios para melhor execução, os participantes do mercado apenas arcarão com tais custos quando escolhessem fazê-lo. Os fatores levando a essa decisão seriam escolhas comerciais e interesses dos investidores, e não derivados da regulamentação existente.

Consolidação dos Dados de Pré-Negociação e Pós-Negociação

Evidências a serem consideradas

A concorrência entre bolsas cria, invariavelmente, a necessidade de assegurar que os investidores e participantes do mercado possam acessar cotações e informações sobre operações a partir de todas as fontes disponíveis. Sem dados de mercado consolidados, a formação de preços pode ser prejudicada ou podem surgir discrepâncias de precificação mais duradouras nos casos em que a totalidade dos investidores não possa ver todas as informações relevantes antes da tomada de decisões (seja por meio do acesso físico para visualização ou leitura mecanizada).

Os mercados do resto do mundo optaram por tratar desta questão de diferentes maneiras. Um breve exame do histórico da consolidação de dados de outros mercados que adotaram a concorrência entre bolsas – nomeadamente, os Estados Unidos, Canadá, Europa e Austrália – auxilia na definição de uma solução apropriada a ser buscada pela CVM. Como ocorre com a regulamentação de melhor execução, as circunstâncias históricas ajudaram a traçar os caminhos em cada mercado.

EUA

O Congresso norte-americano ordenou à SEC, em 1975, que facilitasse o desenvolvimento de um “sistema de mercado nacional” para fortalecer os mercados de valores mobiliários, tornando-os mais eficientes.⁹ Essa regulação ditava que os múltiplos mercados tivessem seus dados conectados, permitindo que os investidores tivessem acesso a visualizações consolidadas de preços e operações como requisitos essenciais para respaldar esses objetivos.

Por conseguinte, a consolidação de cotações e negociações realizadas nas bolsas de valores nacionais, em bolsas de valores regionais e ambientes não constituídos como bolsas está em vigor desde abril de 1976. A Consolidated Tape Association (CTA) e o UTP Operating Committee (UTP) foram estruturados como prestadores de serviços de utilidade pública dessa indústria, cobrando remuneração de fornecedores e outros participantes do mercado pelo acesso aos dados em tempo real, distribuídos por meio de terminais de dados de mercado, *data feeds*, *websites*, etc.

⁹ 15 U.S.C. 78k-1.

A NYSE é a principal provedora de infraestrutura para essa finalidade – agindo como a processadora de informações de valores mobiliários (SIP) relativamente a ações listadas em suas bolsas, ao passo que a NASDAQ provê serviços similares no que tange a ações listadas na NASDAQ. As receitas recolhidas dos fornecedores de informações e usuários é então compartilhada com os autorreguladores de acordo com uma fórmula criada pela SEC. Os dados disseminados pelas SIPs somente incluem os melhores preços de compra e venda de cada bolsa e não informações aprofundadas sobre o livro de ordens. Aqueles que recebem os dados e querem informações mais completas precisam obtê-las direta e individualmente com cada bolsa ou ambiente de mercado.

A existência de uma infraestrutura de dados de mercado consolidados ajudou a formar uma base para muitas das mudanças introduzidas no mercado dos EUA no decorrer dos últimos 35 anos. A adição de novos locais de negociação (ECNs e ATNs no final da década de 1990), o aprimoramento das proteções para ordens de clientes (norma Limit Order Display, 1997) e a alteração para a cotação em decimais (2001) foram facilitados pela existência de dados de mercado consolidados, oferecendo transparência pré- e pós-negociação para os investidores. Mesmo as atividades conduzidas fora do ambiente de bolsa em ambientes menos transparentes como “dark pools”, mesas de negociação de blocos ou mecanismos de internalização, em que não há exibição de cotações, sempre tiveram de prestar tempestivamente para o sistema relatórios sobre as suas operações.

Canadá

No Canadá, o desenvolvimento completo de um mercado nacional de dados evoluiu gradualmente após a introdução da concorrência em 2007. Embora a consolidação de dados tenha sido tratada como um problema pelos reguladores logo no começo do processo, não havia direcionamento para o estabelecimento de um serviço de utilidade para a indústria ou orientações claras sobre como empresas da iniciativa privada poderiam preencher o vácuo.

Fornecedores como a IRESS e a Thomson Reuters contrataram os serviços de informações de cada ambiente de mercado e produziram uma visualização consolidada para os seus clientes, mas não havia um sistema consolidado oficial. Em 2009, os reguladores canadenses nomearam o Grupo TMX como processador de informações (IP) oficial de dados consolidados, mas não haviam prazos para forçar todos os ambientes a fornecerem suas informações, de forma que houve demora até que se conseguisse a participação integral.

Na metade de 2010, a TMX lançou a sua consolidação com dados fornecidos por todos os centros de mercado do Canadá. Diferente do plano dos EUA, não há compartilhamento de receitas entre o processador de informações e os autorreguladores – aquele simplesmente repassa eventuais encargos de cada centro para acesso aos seus dados. Além disso, ao invés de dados relativos somente aos melhores preços de compra e venda, os dados nacionais canadenses contêm a informação integral de cada ambiente, o que é exigido para fins de cumprimento da regulamentação canadense em matéria de “trading through”. Assim, embora a combinação de forças do mercado e ações regulatórias tenham levado ao desenvolvimento de dados consolidados no Canadá, foram necessários três anos para a sua implementação integral após a introdução da concorrência entre plataformas de negociação.

Europa

A Europa ainda está lutando para encontrar uma solução para os dados de mercado consolidados após a implementação da MiFID em 2007, mas isso se deve sobretudo a questões específicas daquela jurisdição. A Europa é historicamente fragmentada, geográfica e politicamente, com múltiplas bolsas nacionais e alternativas que atendem a diferentes segmentos do mercado. Isso também produz desafios de ordem técnica na entrega de dados de múltiplos países. O sistema também é proibitivamente mais caro, haja vista a atual estrutura de custos de dados de mercado em todo o continente. A combinação e o pagamento de todos os encargos associados de todas as bolsas para formar uma única base consolidada totalizariam mais de US\$375,00 (EUR 290,00) por usuário por mês – valor cerca de oito vezes maior que a base de dados comparável nos EUA.¹⁰

Há uma proposta associada à MiFID II e à MiFID para ditar a formação de uma fita consolidada europeia. Esta (i) focaria apenas na transparência pós-negociação (informação sobre negociação) e não incluiria a transparência pré-negociação (ordens e informações sobre cotações), que é vital para tomada de decisões de negociação e (ii) não seria implementada antes de 2015.

Austrália

A Austrália teve o benefício do aprendizado com as experiências dos EUA, Canadá e Europa na implementação de uma fita consolidada desde o começo da abertura do seu mercado em 2011.

¹⁰ <http://marketsmedia.com/european-consolidated-tape-project-calls-on-industry-backing-for-lift-off/> also “The Practical Aspects in Delivering a European Consolidated Tape” (<http://tinyurl.com/qgoqwe6>)

A abordagem australiana combinou os benefícios de múltiplos consolidadores privados de dados de mercado, com a supervisão limitada do regulador (ASIC) para assegurar o cumprimento dos padrões apropriados. Nas Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets), de 2011, a ASIC estabeleceu requisitos específicos para consolidadores de dados do mercado australiano. Estes requisitos se concentraram no acesso e na precificação sem discriminação dos dados, na inclusão obrigatória de todos os mercados da Austrália, no uso de protocolos técnicos comuns e no estabelecimento de controles e procedimentos apropriados de integridade de dados, segurança da informação e continuidade de negócios. Com a implementação de normas claras, houve disponibilidade de múltiplos fornecedores para uma visão consolidada do mercado australiano pelos investidores no dia de início da concorrência, no final de 2011. Também é importante notar que, na Austrália, as entidades administradoras de mercados têm a liberdade de cobrar pelos seus dados e exigir que os fornecedores controlem e rastreiem o acesso dos clientes finais aos dados.

Recomendações da Direct Edge

Visão Geral

Em consistência com os princípios norteadores de manutenção da integridade do mercado apontados anteriormente, estímulo ao desenvolvimento de soluções baseadas no mercado e minimização de custos de implementação, a Direct Edge acredita que a CVM deve considerar estabelecer um sistema de múltiplos consolidadores privados.

De maneira a assegurar que dados privados consolidados sejam fornecidos de maneira abrangente e com custo e benefício equilibrado, a CVM deveria considerar prever requisitos claros tanto para os fornecedores (bolsas) quanto para os distribuidores de dados. Nesse sentido, deveriam valer regras como as seguintes:

- Todas as bolsas devem prover dados integrais do seu conjunto de operações e dados de operações para os consolidadores aprovados;
- Para receber aprovação, um consolidador deve fornecer dados integrais do conjunto de operações e dados de operações de todas as bolsas, de forma consolidada;

- Tarifas da bolsa e do consolidador por tais dados devem ser definidos em níveis razoáveis e não discriminatórios. Além disso, deve ser proibido forçar “pacotes” de dados consolidados com outros produtos;
- Consolidadores devem ter a obrigação de fornecer para as bolsas em nível detalhado o acesso controlado aos dados utilizados por clientes;
- As bolsas devem prover suporte e funcionalidade adequados e meios de teste para os assinantes, implementar procedimentos e controlar a inserção de dados errôneos; e
- Consolidadores devem estabelecer planos robustos de continuidade dos negócios para a hipótese de perturbações, além de governança e controles apropriados, bem como políticas e procedimentos para a proteção da integridade e segurança dos dados.

Os mercados de bolsa devem ser compelidos a fornecer seus dados para qualquer consolidador que satisfaça todas as exigências supracitadas e seja, portanto, autorizado pela CVM. Deve-se permitir às bolsas cobrar destes consolidadores uma taxa de redistribuição razoável e estabelecer custos para os dados que possam vir a ser repassados para o cliente final – de forma muito similar a outros mercados globais (EUA, Europa, Canadá, Austrália). Como em outros mercados, os dados oferecidos com um pequeno atraso (de 15 a 20 minutos) podem estar disponíveis de graça.

Considerações sobre os Custos

Em termos de custos, a infraestrutura para o fornecimento de dados consolidados para os investidores brasileiros já existe em grande parte na atual rede de fornecedores que atendem a indústria financeira. Grandes fornecedores globais como Bloomberg, Thomson Reuters e Sungard são atualmente ativos no Brasil, com múltiplas ofertas de dados de operações, notícias e outros dados de mercado à disposição e em uso pelos clientes.

Fornecedores puramente domésticos como Agência Estado e CMA também possuem expertise na oferta de conjuntos de dados consolidados de mercados estrangeiros para investidores no Brasil. Com o uso de formatos comuns pelas bolsas de todo o mundo, a tecnologia para absorver os dados primários em uma bolsa e produzir uma cotação consolidada utilizável, para que o investidor visualize em sua tela, torna-se uma mercadoria padronizada. A cobertura extensa do mercado realizada por múltiplos fornecedores com o uso de formatos padronizados diminui consideravelmente os custos de

implementação, tanto para os consolidadores quanto para os participantes do mercado.

Para realizar a consolidação de dados, o fornecedor incorre em três tipos de custos.

O primeiro é a conectividade com o mercado de bolsa (ou com uma fonte com acesso à bolsa) a fim de receber o conjunto de dados eletronicamente. Assim como ocorre com o roteamento de ordens, há uma gama de opções de telecomunicações à disposição para níveis distintos de largura de banda, variando de US\$1.500,00 a mais de US\$12.000,00 por mês. No entanto, muitos dos mesmos fornecedores que oferecem dados de mercado também oferecem serviços de roteamento de ordens ou negociação, o que os permite alocar tanto o roteamento quanto os dados no mesmo circuito físico que já existe para bolsas que estão atualmente em operação. Na medida em que novas bolsas possuam instalações em centros de dados muito utilizados pela comunidade financeira (uma estratégia que a Direct Edge, por exemplo, planeja seguir), os potenciais consolidadores de dados podem igualmente alavancar a conectividade existente que já possuem em tais locais.

O segundo diz respeito ao *software* capaz de lidar com os múltiplos conjuntos de dados e reprocessar os dados primários em uma visualização consolidada em um formato que possa ser lido e exibido em terminais ou consumido por sistemas automatizados. Isto pode ser desenvolvido internamente, comprado de outro fornecedor, ou mesmo adquirido gratuitamente por meio de *softwares* prontamente disponíveis com código fonte aberto. Tendo dito isto, a maior parte dos fornecedores que atende os participantes do mercado já tem esta capacidade em decorrência do processamento de dados em outros mercados do mundo com múltiplas bolsas.

O último tipo refere-se aos encargos das bolsas. No modelo típico, a bolsa cobra uma taxa mensal nominal dos fornecedores e de outros participantes para a distribuição interna ou externa para clientes. Esta taxa varia tipicamente de US\$500,00 a US\$5.000,00 por mês, dependendo da bolsa e da quantidade de dados fornecidos (ou seja, melhores preços de compra e venda versus conjunto integral de preços). A bolsa também pode cobrar uma taxa de usuário, a qual é tipicamente repassada pelo fornecedor para o cliente final dos dados. Nem todas as plataformas de negociação dos mercados existentes no mundo cobram taxas de usuário ou mesmo qualquer outra taxa pelo uso dos seus dados. Contudo, há dados suficientes de múltiplas jurisdições para se estabelecer um parâmetro do que pode ser considerado "razoável" de acordo com as exigências estabelecidas pela CVM.

Desta forma, se, por um lado, a coleta e o processamento de dados em um conjunto consolidado não são isentos de custos, por outro, a implementação é mais do que administrável com a infraestrutura existente no Brasil e com o estabelecimento de orientações apropriadas desde o começo pelos reguladores e sua clara compreensão pelos participantes do mercado, pelos fornecedores e pelas próprias bolsas.

Modelos Alternativos

Uma alternativa ao modelo de múltiplos fornecedores autorizados é simplesmente respaldar-se no setor privado para o fornecimento de dados consolidados para os participantes do mercado, sem qualquer intervenção por parte da CVM. No entanto, conforme demonstrado pela experiência canadense, a falta de uma ordem clara para que as bolsas cooperem pode levar a atrasos significativos, mesmo se os fornecedores estiverem motivados a acrescentar o conjunto de dados consolidados à sua oferta de produtos. Além disso, a falta de padrões claros para os consolidadores pode produzir uma experiência inconsistente ou impor custos desnecessários aos participantes, mesmo que todos os dados estejam à disposição desde o primeiro dia.

A outra alternativa, ainda, é que a CVM designe um único fornecedor ou patrocine um prestador de serviços de utilidade pública (do governo/da indústria) para desempenhar a função de processador de informações. Este modelo pode funcionar, como ocorreu no começo da década de 1970 nos EUA, ou desde 2010 até o presente no Canadá, mas também impõe alguns custos adicionais ou ônus administrativos desnecessários.

Na hipótese de um único fornecedor, é crítico que se implementem controles para evitar que o único fornecedor extraia custos monopolísticos do mercado, aumentando as responsabilidades de supervisão regulatória. Mesmo um prestador de serviço público com preços sujeitos a limites poderia introduzir custos administrativos adicionais que complicariam os custos gerais de implementação da migração para um mercado de bolsas competitivo sem qualquer benefício sensível. Há que se notar que uma bolsa (estabelecida ou nova) pode possivelmente servir como processadora de informações, seja como fornecedora, seja como prestadora de serviços de utilidade pública, como é o caso do Grupo TMX no Canadá, ou da administração dos planos de CTA/UTP pela NYSE e pela NASDAQ nos EUA. Contudo, esta solução não elimina completamente as despesas operacionais adicionais e não permite que alguns dos benefícios da concorrência ajudem a promover uma solução para a consolidação de dados de mercado da maneira mais eficiente. Também traz um risco um tanto quanto elevado de que uma bolsa dominante tenha um

conflito de interesses entre a atuação como consolidadora e concorrente dos demais mercados organizados de bolsa.

Supervisão, Fiscalização e Autorregulação

Evidências a serem consideradas

A CVM é o órgão regulador com responsabilidade pela supervisão do mercado de capitais brasileiro, incluindo os mercados de bolsa e balcão organizados. Após a desmutualização e a subsequente fusão da BM&F e da Bovespa, a Instrução CVM 461, de 23 de outubro de 2007 ("Instrução CVM 461") estabeleceu a estrutura atual, o que envolveu certa reorganização e segregação de deveres.

A BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM) foi criada para supervisionar conjuntamente as atividades dos mercados de valores mobiliários e derivativos operados pela BM&FBOVESPA. Como autorregulador, a BSM é responsável por supervisionar a atividade de negociação, os membros da bolsa, os emissores de valores mobiliários e o funcionamento da bolsa. A BSM também administra o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) – o fundo de garantia estabelecido para proteger investidores contra perdas decorrentes de erros e omissões nos processos de negociação ou compensação e liquidação.

A BSM é custeada pela BM&FBOVESPA, mas é segregada das operações comerciais daquela bolsa. O responsável pela BSM reporta-se para um Conselho de Autorregulação independente, sem vínculo com a administração ou o Conselho da BM&FBOVESPA. A BSM trabalha de forma próxima com os funcionários da CVM no monitoramento de atividades e no encaminhamento de casos para garantir e fiscalizar o cumprimento de normas de mercado.

Esta estrutura funciona bem para um mercado com uma única bolsa (a CETIP recebe tratamento separado em sua autorregulação), mas apresenta alguns desafios quando da introdução da concorrência entre bolsas.

De acordo com a Instrução CVM 461, exige-se que o mercado organizado estabeleça o seu próprio autorregulador, com uma estrutura de governança similar à da BSM. A regulamentação também requer que qualquer nova entidade que entre no mercado estabeleça um MRP separado para proteger os investidores. Porém, na prática, a duplicação desta estrutura adiciona custos para ambos os reguladores e intermediários, ao passo que descentraliza a função regulatória e a torna menos eficaz. A vigilância de um único mercado em um mercado com múltiplas bolsas reduz a capacidade da qualquer autorregulador de monitorar e forçar o cumprimento das normas. Também

sujeita os intermediários à duplicidade de fiscalizações que recaem substancialmente sobre a mesma atividade, ao amparo de regulamentação similar, impondo ônus financeiros e operacionais aos intermediários sem qualquer benefício em termos de supervisão.

A gama de precedentes internacionais concernentes a questões relacionadas é menor nessa área, mas os EUA e Austrália fornecem exemplos instrutivos sobre a transição da função de supervisão de mercado por reguladores que atuavam com bolsas operando em regime de monopólio para entidades “agnósticas” com relação a qualquer das bolsas, operando efetivamente em um ambiente competitivo.

Estados Unidos

Durante décadas, houve dois autorreguladores responsáveis pela supervisão da negociação e de corretoras nos EUA. A NYSE Regulation estava embutida na bolsa e era responsável pelas atividades de negociação na NYSE e pelos membros da NYSE. A National Association of Securities Dealers (NASD), da qual parte dos membros mais tarde fundou a NASDAQ, supervisionava as atividades de balcão e os membros da NASD. Uma vez que vários membros da NASD também eram membros da NYSE, as corretoras estavam sujeitas a uma duplicidade de fiscalizações dos dois autorreguladores, bem como à negociação mediante o uso de dois conjuntos distintos de normas, dependendo de onde o valor mobiliário fosse listado. A manutenção do cumprimento das normas nesta estrutura era ineficiente e com frequência havia diferenças irreconciliáveis entre os dois conjuntos de normas.

Ao longo do tempo, duas tendências fizeram com que esse modelo de autorregulação se tornasse cada vez mais problemático. Em primeiro lugar, a NYSE e a NASDAQ se transformaram de organizações controladas por membros e que não visavam lucros em companhias abertas que visavam lucros. Cada vez mais, isso pôs a integridade da autorregulação à prova e, apesar de nunca terem sido criados danos objetivos, surgiram preocupações no mercado sobre conflitos de interesse. Em segundo lugar, como a NYSE e a NASDAQ perderam considerável espaço no mercado para a Direct Edge e outras bolsas e plataformas de mercado, ficou cada vez mais aparente que o potencial para fragmentação regulatória iria impor custos incrementais importantes para operadores enquanto criava lacunas na habilidade dos reguladores de vigiar o mercado como um todo.

Ao longo dos últimos anos, essas questões têm sido gradualmente resolvidas através de um processo de separação e consolidação. No fim de 2006, a NYSE Regulation e a NASD se fundiram em um único órgão autorregulador,

independente da NYSE e da NASDAQ, atualmente conhecido como FINRA. A implementação da Reg NMS também harmonizou mais as normas entre a negociação de valores mobiliários listados na NYSE e aqueles de balcão (listados na NASDAQ), eliminando muitas das principais diferenças estruturais de negociação. Com normas mais claras de negociação, todos os Mercados Nacionais de Valores Mobiliários (NMS) e um único regulador para realizar fiscalizações, a autorregulação se tornou mais eficiente tanto para os reguladores quanto para as corretoras. Com todas as responsabilidades de vigilância da NYSE e da NASDAQ transferidas à FINRA, conforme os Regulatory Services Agreements (RSAs) aprovados pela SEC, preocupações quanto às pressões comerciais ditarem resultados regulatórios foram resolvidas.

A função de vigilância e supervisão também convergiu para a centralização, acarretando maior supervisão dos padrões de negociação através de múltiplos mercados. A NYSE Regulation inicialmente manteve as suas funções de vigilância da atividade de negociação, mas posteriormente as transferiu para a FINRA em 2010, colocando quase 80% de toda a atividade de negociação de renda variável sob um mesmo teto. Em 2013, a Direct Edge anunciou que também iria transferir as suas atividades de vigilância para a FINRA a partir de julho. Como declarou o Presidente do Conselho e Diretor Presidente da FINRA, Richard Ketchum, “Os nossos padrões abrangentes de vigilância sobre todos os mercados brevemente cobrirão 90% do mercado de renda variável em ações listadas em bolsa, permitindo à FINRA coibir com mais eficácia potenciais abusos entre mercados e identificar mais rapidamente novas ameaças à equidade e à integridade dos nossos mercados”.¹¹

Na presente estrutura, as bolsas possuem o direito de conduzir sua própria supervisão de mercado e regulação de seus membros, mas os desafios de fazê-lo continuam sendo evidentes. A única alternativa regulatória atual de órgão autorregulador alternativo à FINRA é oferecida pela Chicago Board of Options Exchange (CBOE) – um concorrente das bolsas que regula (renda variável e opções para a BATS e para os seus próprios mercados e opções para a Miami Securities Exchange). Contudo, a CBOE recentemente celebrou um acordo de US\$6 milhões com a SEC por falha na investigação de irregularidades em um dos seus clientes, enfatizando alguns dos conflitos envolvidos na manutenção de um órgão autorregulador sob o guarda-chuva de uma bolsa com fins lucrativos. Não está claro se a CBOE manterá a sua unidade regulatória ou se esta será cindida, mas a tendência de centralização e independência das funções autorreguladoras continua a evoluir nos EUA.

¹¹ <http://www.finra.org/Newsroom/NewsReleases/2013/P265419>

Austrália

Na Austrália, o governo facilitou a introdução da concorrência por meio da transferência das funções regulatórias e de vigilância embutidas na ASX para o próprio órgão regulador – a ASIC. Conforme declarou Chris Bowen, Ministro de Serviços Financeiros, Pensão e Direito Societário: “Ter um supervisor do mercado inteiro consolidará as atuais responsabilidades individuais de supervisão em uma entidade, simplificando a supervisão e a execução de normas e fornecendo supervisão completa da negociação no mercado (...) também representa o primeiro passo no processo de considerar a concorrência entre operadores de mercado.”¹² A mudança foi anunciada no fim de 2009 e as responsabilidades foram transferidas até o terceiro trimestre de 2010.

Na transferência, a ASIC reteve substancialmente o mesmo conjunto de normas da ASX, bem como manteve seus funcionários e processos. Aproximadamente 25 funcionários na área de regulação da ASX foram transferidos para a ASIC, aumentando o próprio quadro da ASIC de cerca de 30 pessoas dedicadas à supervisão de corretoras e do mercado, muitos dos quais tinham experiência na ASX ou em mercados estrangeiros.¹³ A ASIC também comprou uma licença do *software* de vigilância em tempo real SMARTS – a mesma tecnologia utilizada pela ASX. Simultaneamente à transferência de responsabilidades em 1º de agosto de 2010, a ASIC emitiu as suas Market Integrity Rules (MIR), estabelecendo a estrutura para a introdução da concorrência entre bolsas. A supervisão de emissores de valores mobiliários continuou sendo uma atividade conjunta da ASIC e da ASX, uma vez que as autoridades não viram necessidade de segregar estas atribuições.

Recomendações da Direct Edge

Visão Geral

A Direct Edge acredita que uma consolidação continuada de funções de autorregulação sob uma única entidade regulatória é o caminho apropriado para a CVM considerar para o mercado no Brasil. Seguir dessa maneira permitiria manter a capacidade de supervisionar atividades de maneira abrangente, enquanto minimizaria os custos incrementais implícitos e explícitos. Requerer a criação de autoridades supervisoras múltiplas seria ineficiente e, mais importante, colocaria os investidores em uma posição de maior risco.

¹² “Reforms to the Supervision of Australia’s Financial Markets”, <http://tinyurl.com/ll7w7ny>

¹³ “Market Supervision Moves to ASIC: What does it mean for brokers?”, <http://tinyurl.com/khmhdmy>

Para alcançar os benefícios de consolidação da supervisão em um ambiente competitivo, a CVM deveria considerar ações que eliminariam potenciais conflito de interesses.

Embora a BSM seja, hoje, uma organização autônoma, ela ainda continua sendo parte da BM&FBOVESPA, na medida em que é financiada por esta e dela obteve seu quadro de funcionários. Sem orientações e ações claras para garantir independência total, sempre existirão preocupações dos intermediários e de novas bolsas no sentido de que a autoridade supervisora poderia abusar de seus poderes. Ao passo que a Direct Edge confia plenamente que a BSM opera com o mais alto grau de integridade, a existência dessa preocupação (com ou sem justificativa) poderia afetar o comportamento dos participantes do mercado, de forma a potencialmente prejudicar a introdução da concorrência.

Considerações sobre os Custos

Como uma entidade independente fiscalizando atividades em diferentes bolsas, é preciso implementar um método de custeio do autorregulador que seja equitativo para todos os participantes.

Nos EUA, a FINRA cobra várias taxas progressivas que variam de acordo com o tamanho e o nível de atividades do participante do mercado. Estas taxas incluem a associação, abertura de filiais, taxas de usuário e taxas referentes a atividades de negociação, além da receita decorrente das penalidades de execução de normas cobradas de corretoras. Além das corretoras, as bolsas dos EUA também pagam taxas para a FINRA pelos serviços regulatórios e de vigilância prestados.

A SEC se custeia parcialmente por meio de uma pequena taxa sobre operações conhecida como "Section 31 fees" (do artigo do Securities Exchange Act), atualmente cobrada a US\$22,40 por cada US\$1 milhão negociado na ponta de venda da operação. As taxas da FINRA e da SEC são analisadas periodicamente para assegurar que os reguladores possuam recursos suficientes para as suas atividades chave.

No Canadá, a IIROC é custeada pelos seus membros com uma cobrança similar de taxas sobre atividades e de uma taxa anual. As corretoras com receitas mais elevadas e maior quantidade de representantes registrados pagam mais para financiar os serviços de supervisão de corretoras. Da mesma forma, as empresas que geram mais operações e mensagens pagam mais para financiar os custos mais elevados de tecnologia incorridos na vigilância. A

Austrália opera um regime similar, em que a ASIC cobra taxas a título de “recuperação de custos”.

O custeio da CVM está definido no artigo 7º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a qual, dentre outros objetivos, criou a CVM. De acordo com o estabelecido, a CVM custeará suas despesas a partir de recursos provenientes de fontes distintas: (i) utilização de dotações de reservas monetárias derivadas do Imposto sobre Operações Financeiras (“IOF”); (ii) utilização das dotações que lhe forem consignadas no orçamento federal; (iii) receitas provenientes de eventual prestação de serviços pela CVM; (iv) renda de bens patrimoniais e receitas eventuais; e (v) receitas de taxas decorrentes do exercício do poder de polícia.

É importante custear adequadamente as atividades de supervisão e vigilância desenvolvidas pelo órgão autorregulador, ao mesmo tempo em que os custos relativos a operações de todos os participantes são mantidos no nível mais baixo possível para maximizar a liquidez do mercado. Embora faça sentido escalonar os custos da regulação de acordo com o nível de atividade que consome serviços ou tecnologia adicionais, avaliações mais frequentes da eficácia do modelo de custeio são úteis no começo para assegurar que se chegue ao equilíbrio correto. Também ajudam a incorporar a eficiência dos custos ao mandato formal do autorregulador.

No Canadá, a IIROC adotou a eficácia e a eficiência de custos como um dos seus sete objetivos para o seu plano estratégico de 2012-2015, com a identificação de ações específicas que minimizam a duplicação, alavancam a tecnologia e estabelecem melhores práticas.¹⁴ De 2008 a 2012, a IIROC devolveu mais de C\$12 milhões aos seus membros a título de superávit operacional. Princípios similares poderiam ser benéficos no Brasil para ajudar a reduzir o ônus sobre as corretoras e ao mesmo tempo manter a supervisão adequada e a fiscalização de normas sobre a atividade de negociação.

Proteção aos Investidores – Consolidação do MRP

Além do custeio das atividades de supervisão, os métodos de custeio do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”) também precisarão ser adaptados para o ambiente de mercado múltiplo.

Embora os EUA, o Canadá e a Austrália possuam fundos de garantia similares para proteger os investidores contra falhas, erros e outras discrepâncias, referidos fundos são administrados por sociedades sem fins lucrativos

¹⁴ “IIROC 2012-2015 Strategic Plan”, <http://tinyurl.com/kejtrgj>

constituídas especificamente para esta função e não por um órgão autorregulador. Em geral, as corretoras destes países têm que ser membros da organização administradora do fundo de garantia (SIPC nos EUA, CIPF no Canadá e NGF na Austrália), a qual fornece proteção até um teto (nos EUA, por exemplo, US\$500.000,00 por conta). Muitas corretoras de maior porte adquirem seguros privados adicionais para proteger as contas dos seus clientes em patamares que vão bem além do teto, de forma a fazer com que investidores de maior porte sintam-se confortáveis com a manutenção de ativos em uma única corretora.

No Brasil, existe um esquema de recuperação de perdas chamado Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), que é atualmente gerido pela BSM. Os investidores podem apresentar as suas queixas à BSM para recuperar as perdas decorrentes de falhas ou erros de corretoras. O MRP é financiado pelas contribuições mensais das corretoras e pode ser ativado principalmente nas situações em que os corretores não tenham executado ou tenham executado mal as ordens de clientes, falsas procurações ou inautenticidade de ordens de transferência de títulos, ou, ainda, perdas decorrentes da paralisação das atividades.¹⁵

O ressarcimento pelo MRP é limitado a R\$70.000,00 para cada reivindicação. Uma vez que a queixa é apresentada e qualquer esclarecimento solicitado pela BSM é atendido, a BSM decide se o processo deve ser arquivado ou terá continuidade. O reclamado tem prazo para apresentar sua defesa. A BSM analisa a defesa, delibera sobre a necessidade de produção de mais provas e emite parecer sobre o caso. Mais tarde, o parecer e os documentos que compõem o processo são enviados para a Turma do Conselho de Revisão da BSM, que profere sua decisão. Qualquer das partes tem a possibilidade de recorrer ao Pleno do Conselho de Revisão.¹⁶

A Instrução CVM 461 especifica que uma bolsa concorrente que deseje operar no Brasil deverá desenvolver um MRP separado, além do órgão autorregulador. Similarmente aos argumentos para consolidar em um único autorregulador a supervisão das corretoras e da negociação, o funcionamento de um único MRP para todos os mercados de bolsa organizados geraria um método de proteção aos investidores substancialmente mais eficaz em termos de custos e também operacionalmente mais sólido.

Atualmente, as corretoras realizam depósitos no MRP, administrado pela BSM, até que este atinja o nível de reservas para o exercício, de acordo com uma

¹⁵ Cf. dados disponíveis em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/MRPComoFunciona.asp>

¹⁶ Cf. dados disponíveis em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Workflow-MRP.pdf>

fórmula baseada em riscos desenvolvida em conjunto com a Fundação Getúlio Vargas (FGV). No entanto, com múltiplas bolsas operando MRPs separados, devem surgir várias complicações.

De início, pode ser difícil atribuir a um fundo ou ao outro quaisquer pagamentos devidos a investidores. A negociação objeto de questionamento pode passar por diversas bolsas, tornando impossível isolar os eventos que levaram à perda sofrida pelo investidor.

Em segundo lugar, quaisquer diferenças no momento de custeio do MRP de cada bolsa podem criar distorções na atividade de negociação que podem prejudicar os investidores. Na atual estrutura, os aportes realizados pelas corretoras no MRP cessam quando este atinge o nível integral de acordo com a fórmula. Porém, se um MRP atingir o nível integral antes dos demais, haverá uma situação prejudicial à concorrência que colocará as demais bolsas em situação de desvantagem – as operações se tornarão relativamente mais baratas na bolsa cujo MRP tiver atingido o nível integral.

Para evitar esses problemas, a administração, por parte de um único autorregulador, de um único MRP custeado por aportes de todas as corretoras constitui uma solução mais equitativa e eficiente em termos de custos para o mercado como um todo.

A fórmula que atualmente dita o nível poderia ser ajustada para levar em conta a multiplicidade de bolsas. Quando o MRP chegar ao nível integral, não será mais necessário às corretoras realizar aportes, independentemente da bolsa que utilizarem para a execução das ordens dos seus clientes.

Conclusão

A Direct Edge aprecia muito a oportunidade de oferecer suas considerações sobre os temas trazidos na presente Audiência Pública. Acreditamos que o Brasil já opera um dos melhores mercados de capitais do mundo e estamos orgulhosos com a possibilidade de trazer valor aos intermediários e investidores como um novo entrante no mercado de negociações de valores mobiliários.

Participando da transformação do mercado brasileiro, de um mercado de monopólio de fato para um mercado competitivo, esperamos que sejam introduzidas com essa transição inovações regulatórias que sejam capazes de garantir eficiência continuada e maior proteção ao investidor. Acreditamos que a CVM está conduzindo uma abordagem extremamente ponderada e concentrada nas matérias mais relevantes.

Estamos à inteira disposição para fornecer maiores informações sobre quaisquer dos temas e comentários aqui apresentados, assim como para contribuir com todas as discussões, da forma e utilizando dos meios que a CVM venha a entender como mais adequados.

Atenciosamente, inscrevemo-nos.

DIRECT EDGE HOLDINGS LLC