

Rio de Janeiro, 26 de junho de 2020.

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

Email: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: *Edital de Audiência Pública SDM nº 9/19*

I. Introdução

1. A Audiência Pública SDM nº 9/19 (“AP”) visa alterar o arcabouço regulatório a fim de adequá-lo a um contexto de concorrência entre ambientes de negociação. Com esse objetivo em vista, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) submeteu, à avaliação dos participantes de mercado, minuta de instrução regulando o funcionamento dos mercados regulamentados e a organização das entidades administradoras (“Minuta A”), em substituição à Instrução CVM nº 461/2007 (“Instrução CVM nº 461/07”).

2. No âmbito da AP também foram apresentadas minutas de instruções que têm por finalidades instituir a autorregulação unificada nos mercados de valores mobiliários (“Minuta B”) e alterar as regras previstas na Instrução CVM nº 505/2011 (“Instrução CVM nº 505/11”) concernentes ao dever de *best execution* aplicável aos intermediários (“Minuta C” e, em conjunto com a Minuta A e a Minuta B, as “Minutas”).

3. O escritório Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões Advogados (“Chediak Advogados”) congratula a CVM por essa meritória iniciativa de submeter à discussão minutas tratando de temas tão relevantes e que evidencia o seu esforço em promover o desenvolvimento do mercado de capitais por meio da modernização da regulação.

CHEDIAK
LOPES DA COSTA
CRISTOFARO
SIMÕES

CHEDIAK ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá 351
Edif. Fórum de Ipanema
13º andar – Ipanema – Rio de Janeiro – RJ
22410-003 – Brasil
T 55 21 3543.6100 / 3073.7600

Rua Gomes de Carvalho 1510
19º andar – Vila Olímpia – São Paulo – SP
04547-005 – Brasil
T 55 11 4097.2001

clcmra.com.br

4. A bem da verdade, tal iniciativa não poderia ter sido iniciada pela CVM em momento mais oportuno considerando as profundas mudanças ocorridas recentemente.

5. Nos últimos anos, a globalização e a internacionalização dos mercados se acentuaram. O fluxo de capitais intensificou e ele já não encontra limites nas barreiras territoriais impostas pelas fronteiras entre os países. Os mercados de capitais dos países tornaram-se mais abertos e receptivos a investimentos estrangeiros, de modo que o acesso a crédito e financiamento via mercado adquiriu caráter praticamente transnacional. Existe hoje uma competição entre as bolsas ao redor do mundo por novas emissões, mais recursos e novos investidores. E a maior prova disso é o recente movimento de empresas nacionais optarem por realizar ofertas públicas de distribuição em mercados estrangeiros.

6. A tecnologia também passou a exercer papel mais relevante do que em outrora, integrando-se de vez ao mercado de capitais; de mero elemento auxiliar, ela tornou-se fator essencial ao seu funcionamento. Hoje, há produtos, serviços e até mesmo empresas cuja existência só se tornou possível em virtude da evolução tecnológica.

7. Os investimentos nos mercados regulamentados de valores mobiliários também se tornaram mais populares. A democratização do acesso ao mercado de capitais parece ser um caminho sem volta, especialmente em uma economia que começa a conviver com as menores taxas históricas de juros.

8. Sob outro espectro, saliente-se que desde 2007, quando foi editada a Instrução CVM nº 461/07, o mundo já enfrentou pelo menos duas graves crises econômicas. A primeira foi a crise do mercado imobiliário americano dos anos de 2008 e 2009, e a segunda, que infelizmente sequer terminou, refere-se àquela advinda da abrupta queda da atividade produtiva gerada pela pandemia do coronavírus.

9. Novos estímulos e incentivos adequados ao tempo presente precisam ser pensados e estruturados pelo órgão regulador em conjunto com os participantes de mercado. A Autarquia deve considerar todos os elementos para promover uma reforma ampla e ambiciosa na regulamentação vigente, de forma a desenvolver e facilitar o acesso ao mercado de capitais nacional, aumentar a competitividade em face dos seus concorrentes estrangeiros, fomentar a concorrência interna entre ambientes de negociação e prestadores de serviços financeiros e viabilizar, mediante a criação de um

ambiente regulatório institucional receptivo, o empreendedorismo financeiro. Se for bem-sucedida, a reforma induzirá ao aumento do cardápio de serviços e produtos à disposição dos investidores.

10. O Chediak Advogados assessorou diversos participantes de mercado na elaboração de suas respectivas manifestações apresentadas no âmbito da AP. Não obstante, entendemos conveniente apresentar também manifestação em nome próprio ressaltando aqueles que, a nosso ver, constituem os principais pontos estruturais que merecem ser discutidos e aprimorados nas Minutas.

II. O mercado de capitais e a livre iniciativa

11. Na exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976, seus idealizadores – os renomados Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira – afirmaram que um dos objetivos da referida legislação era garantir a *“ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas (...)”*¹. Editada poucos dias antes, a Lei nº 6.385/1976 teve por objetivo instituir o marco regulatório do mercado de valores mobiliários, de modo a garantir a existência de um ambiente adequado para que agentes deficitários pudessem, mediante lançamento de valores mobiliários, acessar a poupança popular para financiar suas atividades.

12. O mercado de capitais é, por definição, um ambiente movido pelas livres forças do mercado. É o local onde os empresários podem acessar recursos de investidores que, na livre manifestação da sua vontade, optem por alocar recursos de modo a financiá-los. A fim de não impedir que seus objetivos sejam atingidos, a regulação do mercado deve ser comedida e ater-se a questões estruturais fundamentais como assegurar a ampla disseminação de informações e coibir ilícitos no processo de formação de preços.

13. A regulação deve prestigiar a liberdade dos entes privados, assegurando a existência de um ambiente institucional que estimule a capacidade de escolha dos investidores e o empreendedorismo. Garantindo-se liberdade dentro de determinados

¹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>

limites, espera-se que a liquidez dos ativos aumente, o processo de formação de preços melhore e a alocação dos recursos se torne mais eficiente.

14. No âmbito da reforma proposta pela CVM, entendemos que as Minutas devem prezar pela mínima interferência estatal, assegurando-se aos diferentes participantes de mercado liberdade institucional para empreenderem, investirem e desenvolverem novos serviços e tecnologias. Trata-se não apenas de uma questão de princípio como também, conforme se verá a seguir, de uma obrigação legal atribuída à Administração Pública.

III. A Lei da Liberdade Econômica

15. Com o objetivo de melhorar o ambiente de negócios no Brasil, foi editada, no final de 2019, a Lei nº 13.874/2019 – apelidada informalmente de Lei da Liberdade Econômica.

16. A lei representa um avanço institucional relevante e constitui marco inédito na positivação de princípios liberais, como a livre iniciativa, a concorrência, o empreendedorismo e a coibição ao abuso do poder regulatório.

17. A referida lei determina que a intervenção do Estado na economia deve ter caráter subsidiário e excepcional. Reconhecendo a vulnerabilidade do particular em face do Estado², ela também veda o abuso do poder regulatório, prática evidenciada, por exemplo, no emprego da regulação para criação de reserva de mercado com o objetivo de favorecer grupo ou setor específico ou na redação de enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado, e na inovação e adoção de novas tecnologias, processos e modelos de negócios³.

² Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; II - a boa-fé do particular perante o poder público; III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas; e IV - o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado.

³ Art. 4º É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente: I - criar reserva de mercado ao favorecer, na regulação, grupo econômico, ou profissional, em prejuízo dos demais concorrentes; II - redigir enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado; III - exigir especificação técnica que não seja necessária para atingir o fim desejado; IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco; V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios; VI - criar demanda artificial ou compulsória de produto, serviço ou atividade profissional, inclusive de uso de cartórios, registros ou cadastros; VII - introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas; VIII - restringir o uso e o exercício da publicidade e propaganda sobre um setor

18. A Lei da Liberdade Econômica também declara que constitui direito essencial das pessoas naturais e jurídicas, necessário à promoção do crescimento econômico do país, a possibilidade de desenvolver, executar, operar ou comercializar novas modalidades de produtos e de serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente⁴.

econômico, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei federal; e IX - exigir, sob o pretexto de inscrição tributária, requerimentos de outra natureza de maneira a mitigar os efeitos do inciso I do caput do art. 3º desta Lei.

⁴ Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: I - desenvolver atividade econômica de baixo risco, para a qual se valha exclusivamente de propriedade privada própria ou de terceiros consensuais, sem a necessidade de quaisquer atos públicos de liberação da atividade econômica; II - desenvolver atividade econômica em qualquer horário ou dia da semana, inclusive feriados, sem que para isso esteja sujeita a cobranças ou encargos adicionais, observadas: a) as normas de proteção ao meio ambiente, incluídas as de repressão à poluição sonora e à perturbação do sossego público; b) as restrições advindas de contrato, de regulamento condominial ou de outro negócio jurídico, bem como as decorrentes das normas de direito real, incluídas as de direito de vizinhança; e c) a legislação trabalhista; III - definir livremente, em mercados não regulados, o preço de produtos e de serviços como consequência de alterações da oferta e da demanda; IV - receber tratamento isonômico de órgãos e de entidades da administração pública quanto ao exercício de atos de liberação da atividade econômica, hipótese em que o ato de liberação estará vinculado aos mesmos critérios de interpretação adotados em decisões administrativas análogas anteriores, observado o disposto em regulamento; V - gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário; VI - desenvolver, executar, operar ou comercializar novas modalidades de produtos e de serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente, nos termos estabelecidos em regulamento, que disciplinará os requisitos para aferição da situação concreta, os procedimentos, o momento e as condições dos efeitos; VII - (VETADO); VIII - ter a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, de forma a aplicar todas as regras de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado, exceto normas de ordem pública; IX - ter a garantia de que, nas solicitações de atos públicos de liberação da atividade econômica que se sujeitam ao disposto nesta Lei, apresentados todos os elementos necessários à instrução do processo, o particular será cientificado expressa e imediatamente do prazo máximo estipulado para a análise de seu pedido e de que, transcorrido o prazo fixado, o silêncio da autoridade competente importará aprovação tácita para todos os efeitos, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei; X - arquivar qualquer documento por meio de microfilme ou por meio digital, conforme técnica e requisitos estabelecidos em regulamento, hipótese em que se equipará a documento físico para todos os efeitos legais e para a comprovação de qualquer ato de direito público; XI - não ser exigida medida ou prestação compensatória ou mitigatória abusiva, em sede de estudos de impacto ou outras liberações de atividade econômica no direito urbanístico, entendida como aquela que: a) (VETADO); b) requeira medida que já era planejada para execução antes da solicitação pelo particular, sem que a atividade econômica altere a demanda para execução da referida medida; c) utilize-se do particular para realizar execuções que compensem impactos que existiriam independentemente do empreendimento ou da atividade econômica solicitada; d) requeira a execução ou prestação de qualquer tipo para áreas ou situação além daquelas diretamente impactadas pela atividade econômica; ou e) mostre-se sem razoabilidade ou desproporcional, inclusive utilizada como meio de coação ou intimidação; e XII - não ser exigida pela administração pública direta ou indireta certidão sem previsão expressa em lei.

19. Conforme se explicará a seguir, entendemos que determinados dispositivos das Minutas não são compatíveis com o espírito e com as regras previstas na Lei de Liberdade Econômica. Algumas previsões propostas pela CVM podem até configurar, na opinião do Chediak Advogados, abuso de poder regulatório e, portanto, deveriam ser alteradas.

IV. Aplicação da Lei da Liberdade Econômica às Minutas

A questão da internalização de ordens

20. O principal objetivo pretendido com a reforma proposta pela Minuta A é o de adaptar o arcabouço regulatório a um contexto de concorrência entre ambientes de negociação. Embora a Instrução CVM nº 461/07 preveja a possibilidade de constituição de diversas entidades administradoras de mercado organizado, ao longo do tempo a aplicação dessa regulamentação mostrou-se pouco eficiente na viabilização dessa finalidade específica.

21. Prova disso é que, atualmente, a B3 – Brasil, Bolsa e Balcão (“B3”) é, virtualmente, a única entidade administradora de mercado organizado em funcionamento no Brasil. É certo que a existência desse monopólio de fato se deve, em parte, aos méritos da própria entidade administradora que vem prestando adequadamente seus serviços ao mercado. Não obstante, não se pode deixar de considerar também que isto evidencia as dificuldades enfrentadas por aqueles que desejam ingressar no mesmo mercado.

22. O monopólio exercido pela B3 lhe permite controlar toda a cadeia de serviços necessários à operacionalização dos sistemas de negociação, assim como fixar unilateralmente os preços sobre todos os serviços prestados.

23. O estudo citado no Edital realizado pela Oxera Consulting Ltd. em 2012 demonstra os prejuízos sofridos pelo mercado de capitais brasileiro em razão da ausência de uma competição efetiva entre entidades administradoras de mercado organizado. No estudo, a Oxera identificou que a B3 é uma das bolsas de valores que cobra uma das taxas mais elevadas do mundo, e aponta que “a entrada de locais alternativos de negociação pode

⁵ Pode-se chegar à conclusão geral de que as tarifas de negociação e pós-negociação no Brasil não são baixas quando comparadas com outras tarifas cobradas em outros centros financeiros. Este resultando é sustentado mesmo quando se consideram a escala de operações na Bovespa e as diferenças nos tipos de serviços fornecidos pela Bovespa. Isto indica os benefícios potenciais de se introduzir a concorrência, os quais são avaliados, juntamente com os custos da introdução da concorrência, como parte da análise de custo benefício. – Oxera Report. Quais seriam os custos e

criar pressão competitiva e promover reduções de custo, reduções de preço e melhorias de serviço por parte de bolsas já instaladas no mercado”⁶.

24. Em outro estudo, conduzido pelo banco J.P Morgan e finalizado em janeiro deste ano, a B3 foi apontada como uma das bolsas mais caras em comparação com seus pares ao redor do mundo. Veja-se:

“Pricing Comparison – B3 is expensive

Our analysis indicates B3 is expensive when comparing to other developed markets and Mexico, also covered on the equities side by JPM (i.e., BOLSAA). While true that B3 may be engaged in more steps of the process than other exchanges and that Brazil has the final beneficiary ownership for trading, select top down metrics indicate B3 may be unusually expensive.

Notably, dividing equities trading and clearing revenues of NASDAQ by volumes to assess the all-in revenues and also comparing to Bolsa Mexicana’s average prices, we calculate B3 earning ~3-5x more revenues per \$ traded than peers”⁷.

25. Até mesmo o CADE⁸ já se manifestou sobre o assunto e ressaltou que as altas barreiras regulatórias à entrada de novos agentes é um problema estrutural que afeta o funcionamento e eficiência do mercado de capitais brasileiro⁹. Assim, enquanto a B3 auferiu receitas maiores do que aquelas recebidas por seus pares ao redor do mundo, os investidores locais precisam pagar mais para obterem os mesmos serviços prestados por outras bolsas no exterior.

benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil? Junho de 2012. p. v. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-18062012.pdf

⁶ Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-18062012.pdf, pág. 78.

⁷ B3: Proprietary Analysis of Competition Risk. Latin American Equity Research. Estudo conduzido pelo J.P Morgan em Janeiro de 2020. p. 3.

⁸ Disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBcR1m-gZ4udoE9jiIF539Q4DZH4il88XIK8ynD_jWNZZ, Anexo Parecer 25.

⁹ A esse respeito, lembra-se que em outubro de 2018 a B3 celebrou Termo de Compromisso de Cessação no âmbito de inquérito administrativo nº 08700.002656/2016-57 do CADE que apurou ilícitos concorrenciais no mercado de bolsa, após denúncias da ATS Brasil e da Americas Clearing System (ACS).

26. Nesse contexto, a permissão à internalização de ordens é uma medida que ampliará a oferta de ambientes de negociação, aumentará a pressão competitiva e deverá estimular o desenvolvimento do mercado.

27. A manutenção da vedação à internalização – tal qual proposta pelo art. 66 da Minuta A – impedirá o ingresso de entrantes no mercado aptos a competirem com a B3.

28. A própria CVM já reconheceu, por ocasião da Audiência Pública CVM SDM nº 06/07 que precedeu a edição da Instrução CVM nº 461/07, que a prática da internalização *“incentiva a concorrência, que passa a se dar não apenas entre bolsas, mas também entre elas e os novos sistemas de negociação, bem como entre estes dois e os intermediários que internalizam ordens”* e que o *“advento da concorrência anuncia a produção de benefícios para o investidor, tais como a diminuição dos custos de transação e a possibilidade de satisfação de suas necessidades específicas”*¹⁰.

29. À época, a despeito dos benefícios que poderiam decorrer da internalização, a Autarquia entendeu que a estrutura do mercado de capitais brasileiro não estaria preparada para a prestação desse serviço, optando por proibi-lo. Hoje, passados mais de 12 anos desde a solução implementada, os participantes de mercado parecem deter os sistemas adequados para a prestação desse tipo de serviço aos investidores.

30. A experiência internacional também demonstra os benefícios que a internalização de ordens pode gerar no incremento à competição, melhora na prestação de serviços e diminuição de preços cobrados dos investidores.

31. É o caso, por exemplo, dos Estados Unidos e da União Europeia, onde a prática da internalização, regulada respectivamente pela Regulation ATS desde 1998¹¹ e pela *Markets in Financial Instruments and Amending Regulation*, o MiFIR, e pelo *Markets in*

¹⁰ Edital de Audiência de Audiência Pública CVM Nº 06/2007. Disponível em: <file:///C:/Users/suporte/Downloads/sdm0607-edital.pdf>, pág. 7.

¹¹ *Regulation ATS (Reg. ATS) was introduced in 1998. It was established to capture multiparticipant non-exchange-trading modalities, including dark pools, ECNs, and broker/dealer systems. Because these entities are not considered to meet the specifications of an exchange, they are not bound by the same requirements as exchanges, such as market surveillance obligations and other self-regulatory responsibilities. (...) The pertinent aspects of Reg. ATS relate to two types of access requirements: order display and execution access, and fair access to ATS services.* - CFA Institute. Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality. Outubro de 2012. p. 28. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.ashx>.

Financial Instruments Directive 2004/39/EC, diretiva editada em 2004 (MiFID I)¹² e atualizada em 2018 (MiFID II)^{13/14}, é permitida há vários anos.

32. Nesses mercados foram realizados estudos que comprovam os benefícios que a internalização pode gerar aos investidores. O Banco Central Europeu, por exemplo, publicou artigo afirmando que as reformas do MiFID levaram ao aumento da competição entre sistemas de negociação de valores mobiliários¹⁵, e o *Committee of European Securities Regulators* concluiu que a regulação da internalização de ordens pelo MiFID ensejou a redução de taxas cobradas dos participantes em razão do aumento na

¹² *By the Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC (MiFID) in 2004, exchange trading changed completely. Until then, customers transmitted their orders to a bank and from there it was forwarded to an exchange. With MiFID a legal basis for alternative trading systems was founded. One section was especially far-reaching as well as controversial: internalization. Since MiFID financial service providers did not need to forward their customer's orders to regulated exchange markets, they could legally execute orders outside regulated markets. This could be achieved by using their own internal trading systems or use external alternative trading systems.* Dark Pools – Advantages and Disadvantages Over Traditional Exchange Markets From a Consumer's Perspective. Markus Hofmaier. *British Open Journal of Finance & Banking*, vol. 1, nº 1, janeiro de 2019, pp. 1-14. Disponível em:

http://www.borpub.com/British%20Open%20Journal%20of%20Finance%20&%20Banking/BOJFB_Vol.%201,%20No.%201,%20January%202019/Dark%20Pools.pdf

¹³ O MiFID II define a internalização como um mecanismo por meio do qual uma sociedade de investimento (*investment firm*) ou entidade administradora de mercado (*market operator*), se utilizando de um sistema multilateral de negociação (MTF) ou de um sistema organizado de negociação (OTF) aproxima múltiplas partes comprando e vendendo valores mobiliários e outros instrumentos financeiros fora do ambiente tradicional de bolsa (*regulated market*). Cf. item 17 dos considerando. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

¹⁴ Trecho da regra do *double volume cap*, art. 5º, item 1 (a) e (b) do MiFIR, na versão em português: Art. 5º. 1. A fim de garantir que a utilização das dispensas previstas no artigo 4.o, n.o 1, alínea a) e no artigo 4.o, n.o 1, alínea b), subalínea i), não prejudica indevidamente a formação de preços, a negociação ao abrigo das dispensas é sujeita às seguintes restrições: a) A percentagem de negociação num instrumento financeiro efetuada numa plataforma de negociação no âmbito dessas dispensas é limitada a 4% do volume total da negociação nesse instrumento financeiro em todas as plataformas de negociação da União ao longo dos 12 meses anteriores; b) A negociação global da União num instrumento financeiro efetuada no ao abrigo dessas dispensas é limitada a 8% do volume total da negociação nesse instrumento financeiro em todas as plataformas de negociação da União ao longo dos 12 meses anteriores. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600&from=en>.

¹⁵ *The reforms in MiFID liberalized the market for equity trading venues and led to the registration of many new such venues in Europe, increasing competition. Prior to MiFID, most venue-based equity trading in Europe was conducted on large national exchanges (such as the London Stock Exchange or Deutsche Börse's Xetra); these exchanges, which were also the primary listing venue for the stocks, acted as nearmonopolies in each country. The Investment Services Directive, which preceded MiFID, permitted countries to use a "concentration rule" where all equity trading had to be executed on a national stock market, giving primary exchanges a dominant role. However, MiFID eliminated the use of the concentration rule, meaning that primary exchanges could face competition from other venues across all Member States. This reduced the costs of entry for new venues, as they could now compete for volumes across a broader set of instruments (from a larger set of countries).* – European Central Bank, Occasional Paper Series. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications. Monica Petrescu, Michael Wedow. Julho 2017. p. 12. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op193.en.pdf>.

concorrência¹⁶. Com relação ao mercado norte-americano, estudo realizado pelo *CFA Institute* em 2014 demonstrou que a internalização de ordens gerava, dentro de alguns limites, melhorias no mercado¹⁷.

33. Em vista de todas essas evidências e levando em consideração que o objetivo da reforma pretendida com a Minuta A é adaptar o arcabouço regulatório a um ambiente de concorrência entre mercados, não parece coerente que a proposta submetida na AP tenha mantido a vedação à internalização de ordens^{18/19}.

34. Até mesmo porque, em vista da Lei da Liberdade Econômica, não nos parece razoável a opção da CVM de manter, no âmbito da Minuta A, uma vedação cuja existência não faz mais sentido e que, a nosso ver, restringe injustificadamente a livre concorrência,

¹⁶ *Although regulated markets initiated fee reductions prior to MiFID, competitive pressure from new MTFs charging significantly lower fees has led, and IT developments have permitted, incumbent exchanges to further move in that direction over the last twelve months. Some of them recently offered new “fee packages” especially aimed at members with significant trading volume, acknowledging the key role of algorithmic trading in providing liquidity to the market. As an example, NASDAQ OMX Nordic has decreased fees by 20% on average since January 2008 (noting that, depending on the trading patterns of each member, this fee reduction may vary). Other regulated markets (e.g. Euronext) reconsidered their fee structure on the basis of order execution rather than on the number of partial fills to execute a single order. The revised fee structure aims to take into account the significant lowering of hit size at all regulated markets over the past few months.* – Committee of European Securities Regulators, Report. Impact of MiFID on Equity Secondary Markets Functioning. Junho de 2009. p. 10. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/09_355_0.pdf?download=1

¹⁷ *The results of our analysis show that increases in dark pool activity and internalization are associated with improvements in market quality, but these improvements persist only up to a certain threshold. When a majority of trading occurs in undiscovered venues, the benefits of competition are eroded and market quality will likely deteriorate.* – CFA Institute. Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality. Outubro de 2012. p. 2. Disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.ashx>.

¹⁸ Instrução CVM nº 461, art. 59. É vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.

¹⁹ Minuta A, art. 66. É vedada a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM.

cria uma reserva de mercado que favorece principalmente a posição monopolista exercida pela B3 e prejudica investidores²⁰.

35. A manutenção da proibição também alija as pessoas do direito previsto na Lei da Liberdade Econômica de desenvolverem, executarem e operarem novas modalidades de serviços e produtos, quando as normas vigentes se tornarem obsoletas e desatualizadas²¹.

36. Ainda de acordo com a Lei da Liberdade Econômica, a intervenção estatal na economia deve ser realizada de forma subsidiária e excepcional. A manutenção da vedação à internalização de ordens não pode ser considerada excepcional, configurando uma intervenção regulatória desnecessária e, portanto, abusiva no exercício da atividade de administração de ambientes organizados.

37. É evidente que a CVM não precisaria, de modo a cumprir os dispositivos da Lei da Liberdade Econômica, ter revogado a vedação à internalização existente na Instrução CVM nº 461/07 assim que a referida lei entrou em vigor. Não obstante, considerando que a CVM está promovendo uma reforma nos mercados organizados, não parece eficiente ignorar o tema nesse momento, mantendo a vedação, até mesmo porque a agenda regulatória da CVM já compreende a realização de estudos a respeito da adoção da internalização.

²⁰ Art. 4º. É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente: I - criar reserva de mercado ao favorecer, na regulação, grupo econômico, ou profissional, em prejuízo dos demais concorrentes; II - redigir enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado; III - exigir especificação técnica que não seja necessária para atingir o fim desejado; IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco; V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios; VI - criar demanda artificial ou compulsória de produto, serviço ou atividade profissional, inclusive de uso de cartórios, registros ou cadastros; VII - introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas; VIII - restringir o uso e o exercício da publicidade e propaganda sobre um setor econômico, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei federal; e IX - exigir, sob o pretexto de inscrição tributária, requerimentos de outra natureza de maneira a mitigar os efeitos do inciso I do caput do art. 3º desta Lei.

²¹ Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: (...)

VI - desenvolver, executar, operar ou comercializar novas modalidades de produtos e de serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente, nos termos estabelecidos em regulamento, que disciplinará os requisitos para aferição da situação concreta, os procedimentos, o momento e as condições dos efeitos;

38. Diante de todo o exposto, o Chediak Advogados propõe que o tema concernente à internalização seja discutido com o mercado e regulamentado pela CVM em uma minuta de instrução específica sobre o assunto, que deverá ser divulgada em conjunto com as Minutas.

A questão da autorregulação unificada

39. No âmbito da reforma refletida na Minuta B, a CVM também propôs a alteração do sistema de autorregulação dos mercados organizados. De modo contrário ao previsto no sistema vigente – em que cada entidade administradora de mercado organizado deve instituir sua própria estrutura de autorregulação²² – a Minuta B propõe a criação de uma entidade autorreguladora unificada responsável por supervisionar todas as entidades administradoras de mercado organizado, operadoras de infraestruturas de mercado financeiro e participantes.

40. A despeito dos benefícios que a existência de uma autorregulação unificada pode gerar em um contexto de concorrência entre ambientes de negociação, fato é que a sugestão pretendida pela CVM constitui uma contradição em seus próprios termos. Afinal, a existência de um único autorregulador pressupõe que sua escolha seja precedida de uma decisão tomada pelos próprios autorregulados em um ambiente de concorrência entre autorreguladores, e não de uma imposição regulatória.

41. A escolha da CVM pela imposição de autorregulação unificada não parece a melhor, uma vez que são os próprios participantes e agentes do mercado quem deveriam ter as melhores condições de definir, endógena e voluntariamente, a que autorregulador se submeterão e, conseqüentemente, qual autorregulador deveria assumir eventualmente a função de autorregulador único dos mercados organizados. Ao impor um único ente autorregulador ao mercado, a Minuta B subverte a própria lógica da autorregulação, pois impõe na realidade, um regulador privado (e não um autorregulador) aos participantes do mercado.

²² Art. 36 da Instrução CVM nº 461/07. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.

42. À luz do contexto em que a Minuta B é proposta, nos parece, ainda, que seu resultado será que a BSM, atual entidade autorreguladora da B3, passe a atuar como autorregulador único, já que aquela instituição é, atualmente, a única entidade capaz de exercer todas as atividades de supervisão previstas na norma. Nesse caso, a Minuta B reforçará, justamente, a posição monopolista mantida pela B3, pois a instituição autorreguladora a ela vinculada ficará responsável por fiscalizar todas as demais entidades administradoras de mercado organizado e participantes de mercado. Isso significará um passo para trás no mercado de capitais e comprometerá o fomento à concorrência entre bolsas.

43. Tal qual a vedação à internalização, essa proposta também conflita com as diretrizes da Lei da Liberdade Econômica pois representa uma desnecessária intervenção estatal na economia ao impor um autorregulador único e, indiretamente, viabilizar que a entidade autorreguladora vinculada à B3 se torne, na prática, o autorregulador unificado de todos os ambientes de negociação de valores mobiliários, incluindo, portanto, dos seus potenciais concorrentes.

44. Além dessa questão de natureza estrutural, outros aspectos da Minuta B também parecem contrariar a Lei da Liberdade Econômica.

45. A estrutura de governança do autorregulador único, por exemplo, é um deles. A proposta da CVM promove verdadeiro afastamento dos autorregulados da entidade autorreguladora na medida em que, de um lado, prevê que os participantes das entidades administradoras de mercado organizado, seus administradores, funcionários e prepostos estarão sujeitos à supervisão do autorregulador unificado²³, mas, por outro lado, não permite que os participantes associem-se ao autorregulador único²⁴. Nessa mesma linha, a Minuta B propõe critérios demasiadamente restritivos para que indivíduos assumam

²³ Art. 8º A entidade autorreguladora deve supervisionar: (...)

II – os participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, bem como seus administradores, funcionários e prepostos; e (...)

²⁴ Art. 3º De forma a garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados, as entidades administradoras de mercado organizado e as entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro devem, como parte de seu dever de autorregulação, se vincular por associação ou contrato a uma entidade autorreguladora única, por meio da qual serão executadas as atividades de regulação e supervisão previstas nesta Instrução.

Parágrafo único. A entidade autorreguladora referida no caput deve ser constituída sob a forma de associação, à qual poderão se associar apenas entidades administradoras de mercado organizado e entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro.

cargos nos órgãos da administração da entidade autorreguladora, afastando a possibilidade de representantes dos autorregulados integrarem os órgãos da entidade.

46. Ao impedir a participação, nos órgãos do autorregulador, de pessoas vinculadas aos autorregulados, a regulação proposta além de desvirtuar a lógica da autorregulação, parece ter interferido indevidamente na governança do autorregulador²⁵. O afastamento dos autorregulados da entidade autorreguladora demonstra que o que a Minuta está denominando como autorregulação é, conforme mencionado acima, uma regulação privada – um modelo em que, na prática, os regulados não participam da elaboração ou fiscalização das normas.

47. Outro aspecto que merece destaque refere-se ao rol de competências atribuídas ao autorregulador. Como se sabe, o art. 17, §1º da Lei nº 6.385/76²⁶ institui o que se convencionou chamar de autorregulação legal no âmbito do mercado de capitais – por meio dela atribuiu-se às entidades administradoras de mercado organizado competência legal para fiscalizar seus membros e as operações com valores mobiliários efetivadas nos respectivos ambientes de negociação.

48. O art. 8º da Minuta B, contudo, ampliou indevidamente as competências da entidade autorreguladora, prevendo que ela deverá ser responsável por supervisionar (a) as operações realizadas nos mercados organizados e nas infraestruturas do mercado financeiro; (b) os participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, bem como seus administradores, funcionários e prepostos; e (c) os investidores e demais participantes que possuam acesso direto aos mercados organizados.

²⁵ Art. 28. Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com: I – entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; III – participante de entidade associada ou contratante, seus controladores diretos ou indiretos, sociedade controlada ou submetida a controle comum direto ou indireto; IV – administrador de participante de entidade associada ou contratante, de seus controladores diretos ou indiretos, ou de sociedades controladas; e V – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante de entidade associada ou contratante ou de seus participantes.

²⁶ Art. 17 (...) §1º. Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

49. Nota-se, portanto, que os poderes de supervisão atribuídos ao autorregulador único são muito mais amplos do que aqueles previstos legalmente, abrangendo, inclusive, a verificação do cumprimento de obrigações por parte dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado que nada têm a ver com as operações intermediadas em mercados organizados.

50. A fiscalização da atuação dos administradores, prepostos e funcionários dos participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, assim como a supervisão da atuação dos investidores e demais participantes não podem ser realizadas pelo autorregulador legal, na medida em que a Lei nº 6.385/1976 não atribuiu ao autorregulador tais competências. Esses atos somente poderiam ser exercidos pelo autorregulador no âmbito de uma autorregulação voluntária.

51. Nesse sentido, o art. 8º da Minuta B deve ser ajustado de modo a prever que as competências do autorregulador estarão restritas à supervisão das operações realizadas nos mercados organizados administrados pelas entidades administradoras.

52. Nessa mesma linha, a redação do art. 10, §1º da Minuta B, que prevê que *“mediante prévia autorização da CVM, a entidade autorreguladora poderá desempenhar outras atividades correlatas às de autorregulação”*, é excessivamente aberta e não é compatível com a regra legal prevista no art. 17 da Lei nº 6.385/1976. A competência do autorregulador legal deve ser específica e restringir-se aos limites impostos pela referida lei.

53. Um outro aspecto da Minuta B que merece menção refere-se à exclusão das disposições contidas nos §§4º, 5º e 6º do art. 49 da Instrução CVM nº 461/07²⁷, que permitem o aproveitamento, pela CVM, das investigações e penalidades aplicadas pelo autorregulador. Essas disposições devem ser reinseridas na Minuta B, uma vez que a exclusão pode dar margem ao entendimento, evidentemente equivocado, de que agentes

²⁷ §4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação.

§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela auto-regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

de mercado podem ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos, o que geraria enorme insegurança jurídica. A eficiência do sistema de autorregulação, mesmo a legal, deve compreender um autorregulador que se preocupe apenas com a elaboração e aplicação das regras da autorregulação, e um regulador estatal que faça o mesmo com relação às regras editadas no âmbito da Administração Pública.

54. O último aspecto que merece ser avaliado refere-se às regras dispostas na Minuta B relativas ao funcionamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”).

55. A Minuta B passou a prever hipótese adicional de ressarcimento nos casos de descumprimento, por parte dos participantes dos ambientes de negociação, do dever que lhes é atribuído de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente²⁸. A nosso ver, essa inclusão é prejudicial ao mercado pois amplia demasiadamente a responsabilidade potencial dos intermediários.

56. De mais a mais, a Minuta B parece ter extrapolado novamente o rol de competências legais que podem ser atribuídas ao autorregulador legal ao prever que a entidade pode fiscalizar o cumprimento do dever de *suitability* atribuído aos intermediários. Tal obrigação, contudo, não está relacionada às operações realizadas nos mercados organizados, de modo que não poderia, portanto, ser fiscalizada pelo autorregulador único.

57. Nessa mesma linha, o novo art. 42, §1º da Minuta B²⁹ estabelece que a “*demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita, ainda que tenha recebido avisos, extratos e notas de corretagem relativos à operação reclamada*” – na prática, o dispositivo confere aos investidores carta branca para ingressar com pedidos de ressarcimento no âmbito do MRP independentemente de seu conhecimento prévio sobre determinada operação.

²⁸ Art. 38. O patrimônio do mecanismo de ressarcimento de prejuízos deve ter como finalidade exclusiva assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de participantes das entidades administradoras de mercados organizados e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, ou de seus administradores, funcionários ou prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou aos serviços de custódia de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses, entre outras: (...) V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente;

²⁹ Art. 42. [...] § 1º A demora do investidor em formular pedido de ressarcimento não configura por si só anuência tácita, ainda que tenha recebido avisos, extratos e notas de corretagem relativos à operação reclamada.

58. A experiência brasileira com o Código de Defesa do Consumidor revelou que, não obstante os inegáveis benefícios gerados pela legislação, ela influenciou o nascimento de uma geração de consumidores abusivos e litigantes contumazes. A CVM precisar refletir se investidores que aplicam recursos em bolsa de valores devem ser tratados como consumidores hipossuficientes e, portanto, se é conveniente assegurar-lhes proteção tão ampla como aquela prevista no artigo acima da Minuta B. Mesmo sabendo da ocorrência de determinada transação, ele poderá pleitear ressarcimento caso uma das hipóteses previstas na minuta ocorra. A nosso ver, tal prerrogativa não é justa e nem eficiente.

59. Uma outra previsão que deve ser criticada refere-se ao limite de indenização a ser obtido no âmbito do MRP, nos casos de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial do intermediário pelo Banco Central do Brasil. Essa proposta da CVM parece elevar o MRP ao papel de um fundo garantidor responsável por ressarcir o investidor pelo valor integral depositado na conta do intermediário. Trata-se de uma proteção excessivamente ampla e que, eventualmente, pode desestimular as atividades de intermediação no mercado de capitais.

60. A Minuta B também deixou de conferir aos intermediários o direito de apresentar recurso à CVM da decisão que tiver concedido pedido de ressarcimento formulado por investidor. A previsão gera um desequilíbrio processual relevante que desincentiva o desenvolvimento do mercado.

61. Diante de tudo o que se expôs, entendemos que a imposição de um autorregulador único pela CVM é ilegal e não se adequa ao propósito da Autarquia de fomentar a concorrência. Além disso, diversos pontos relacionados à governança e às competências do autorregulador, assim como à mecânica de funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos devem ser alterados de forma a tornar o sistema mais eficiente, claro e benéfico ao mercado.

A questão do best execution

62. O último ponto que merece reflexão refere-se aos ajustes promovidos pela Minuta C em relação ao dever de melhor execução atribuído aos intermediários.

63. Esse dever, que está previsto nos artigos 19 e 20 da Instrução CVM nº 505/11³⁰, determina que os intermediários, ao executarem as ordens dos seus clientes, devem fazê-lo no melhor interesse desses últimos, levando-se em consideração diversos fatores como preço, volume, custos, velocidade e a probabilidade de execução. O sistema previsto na regulamentação da CVM é diferente daquele existente em outros mercados – notadamente, o mercado americano – em que o cumprimento ao dever de melhor execução passa pela análise exclusiva, ou pelo menos determinante, do custo.

64. O sistema aberto disposto na regulamentação é benéfico conferindo aos participantes de mercado maior flexibilidade na execução das ordens. Não obstante, entendemos que ele pode ser aprimorado de modo a conferir ainda mais flexibilidade aos participantes de mercado para definir as regras que melhor se adaptem aos seus modelos de negócios.

65. Alternativamente ao que está previsto na Minuta C, a regulamentação da CVM deveria atribuir aos intermediários autoridade para formularem suas políticas para execução de ordens e para definirem quais critérios e regras deverão ser observadas no âmbito das suas operações. Aos clientes seria dado conhecimento sobre a política que poderia ser atualizada periodicamente pelo intermediário.

66. Essa proposta não é nada inovadora. O regime aplicável ao *best execution* na União Europeia – disposto no MiFID II – possui regras semelhantes ao estabelecer que a política de execução de ordens do intermediário deve incluir informações sobre as diferentes plataformas em que o intermediário executa as ordens dos seus clientes, os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação e o modo como as ordens serão executadas. A diretiva também exige que os intermediários obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação às suas políticas de execução de ordens³¹.

³⁰ 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.

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.

³¹ Art. 18º. Processo de negociação e conclusão de transações num MTF e num OTF. 1. Os Estados-Membros exigem às empresas de investimento e aos operadores de mercado que operam um MTF ou um OTF, para além do cumprimento dos requisitos em matéria de organização estabelecidos no artigo 16.o, que estabeleçam normas e procedimentos transparentes para uma negociação

67. A nosso ver, esse é o modelo que, na linha do disposto na Lei da Liberdade Econômica, confere aos participantes de mercado maior autonomia e que poderia estimular a concorrência entre os intermediários. Nesse contexto, os intermediários precisariam elaborar políticas que, além de serem compatíveis com os seus modelos de negócios, também fossem adequadas ao perfil dos seus clientes. Os intermediários precisariam constantemente ajustar suas políticas para atrair mais clientes e investidores.

68. A manutenção de critérios excessivamente abertos, embora configure um modelo melhor do que o regime prescritivo da *order protection rule* americana, pode aumentar a insegurança na medida em que permite a investidores e ao regulador responsabilizar participantes por execuções de ordens efetivadas de maneira justificada, mas que, eventualmente, não tenham observado algum dos critérios dispostos na regulamentação.

69. Ainda, a Minuta C também deveria prever expressamente que o intermediário não poderá ser responsabilizado pelo descumprimento ao dever de melhor execução caso haja alterações nas melhores condições do mercado entre o envio da ordem pelo cliente e sua confirmação e liquidação, desde que o intermediário tenha se utilizado dos sistemas e controles disponíveis, adequados e aprovados pelos clientes.

equitativa e ordenada e que adotem critérios objetivos para a execução eficiente das ordens. Os Estados-Membros dispõem de mecanismos destinados a assegurar uma gestão sólida das operações técnicas do sistema, incluindo a instituição de medidas de emergência eficazes para fazer face aos riscos de perturbação do sistema. (...). Artigo 19º. Requisitos específicos aplicáveis aos MTF. 1. Para além das obrigações previstas nos artigos 16.o e 18.o, os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento e os operadores de mercado que operam um MTF estabeleçam e apliquem regras não discricionárias para a execução das ordens no sistema. (...). Artigo 27.o. Obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente (...) 5. A política de execução de ordens deve incluir, no que respeita a cada classe de instrumentos financeiros, informações sobre as diferentes plataformas em que a empresa de investimento executa as ordens dos seus clientes e os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação. Deve incluir, no mínimo, as plataformas de negociação que possibilitam à empresa de investimento obter consistentemente o melhor resultado possível para a execução das ordens dos clientes.

Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento prestem informações adequadas aos seus clientes sobre a sua política de execução de ordens. Essas informações devem explicar claramente, com um pormenor suficiente e de uma forma que seja facilmente compreensível para os clientes, o modo como as ordens irão ser executadas pela empresa de investimento para o seu cliente. Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação a essa política de execução de ordens. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

V. Conclusão

70. No âmbito da reforma que pretende realizar, a CVM tem uma escolha simples a fazer.

71. Por um lado, pode realizar ajustes pontuais na regulamentação. Embora em sua maioria necessários, esses ajustes talvez não propiciem o efetivo desenvolvimento de novos ambientes de negociação. Nesse caso, o mercado de capitais continuará sendo subutilizado e, provavelmente, a Autarquia precisará promover, em um curto espaço de tempo, novas revisões estruturais na regulamentação.

72. Por outro lado, o momento em que nos encontramos habilita a CVM a almejar e promover uma reforma ampla e ambiciosa na organização dos mercados regulamentados. Uma reforma efetiva, duradoura e que coloque o mercado de capitais brasileiro na vanguarda do mundo, permitindo-lhe explorar o seu potencial. Uma reforma que, essencialmente, confira aos participantes e agentes liberdade para empreenderem, explorarem novos mercados, desenvolverem novas tecnologias, produtos e serviços.

73. O objetivo da presente manifestação foi demonstrar a esta Autarquia os benefícios que uma reforma mais ambiciosa poderá trazer ao mercado e aos investidores brasileiros.

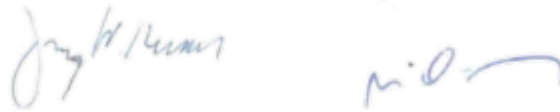
74. A edição da Lei da Liberdade Econômica representou um passo importante, mas é essencial que a CVM, assim como as demais entidades que integram a Administração Pública, assimile suas disposições para conferir-lhe eficácia prática.

75. Não há dúvidas de que a intenção da Autarquia com a presente AP é aprimorar o mercado de capitais brasileiro. As alterações propostas pelas Minutas, contudo, não são capazes de alçar o nosso mercado ao mesmo patamar dos mercados mais desenvolvidos - isso só ocorrerá em um ambiente no qual a regulamentação de fato estimule a concorrência ao máximo possível entre ambientes de negociação, prestadores de serviços, autorreguladores, produtos e tecnologias.

76. A CVM precisa confiar nas livres forças do mercado e suas capacidades de adaptação e aprimoramento. É preciso confiar que os investidores irão investir no ambiente de negociação que lhes for mais benéfico, que irão contratar os intermediários que considerem ter a política de execução de ordens mais adequada ao seus perfis e que

os autorregulados escolherão como entidade para lhes autorregular aquela que for a mais eficiente.

77. O avanço do nosso mercado depende de mais liberdade, e de uma regulamentação enxuta e menos intervencionista. E agora, a CVM tem a oportunidade de editá-la.



Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões - Advogados