MARGARETH NODA

Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Titular Dr. Newton De Lucca

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2015

MARGARETH NODA

Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Titular Dr. Newton De Lucca.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Noda, Margareth
: Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil / Margareth Noda ; orientador Newton De Lucca -- São Paulo, 2015.
98

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015.

1. Mercado secundário de ações. 2. fragmentação. 3. regulação. I. De Lucca, Newton , orient. II. Título.

Aos meus pais.

"We want the benefits of competition,
but without the adverse effects of fragmentation."

Erick R. Sirri (2007)

RESUMO

NODA, M. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil.** 2015. 98 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

O mercado de capitais, e especialmente o mercado secundário, está entre os setores da economia que reagem mais prontamente às inovações tecnológicas. Nos últimos anos, o desenvolvimento tecnológico e das telecomunicações alterou dramaticamente a configuração do mercado secundário: os pregões viva-voz desapareceram, dando lugar aos sistemas eletrônicos de negociação que executam negócios a velocidades imperceptíveis ao ser humano. Concomitantemente, alterações regulatórias visando ao aumento da concorrência nos mercados secundários proporcionaram a criação de ambientes de negociação com e sem transparência, gerando a fragmentação da liquidez.

No Brasil, embora o mercado seja altamente eletronificado e o processo de alteração regulatória também tenha ocorrido, não se verificou o aumento da concorrência no mercado secundário de ações. A partir de uma análise comparativa com mercados fragmentados, este trabalho propõe algumas reformas na regulação brasileira com vistas a melhoraria da qualidade do mercado por meio da introdução de concorrência.

Palavras chave: mercado secundário de ações, fragmentação, transparência, regulação.

ABSTRACT

NODA, M. **Fragmentation in Secondary Markets: Challenges for Regulation in Brazil.** 2015. 98 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

Capital markets, and especially the secondary market, are among the sectors that react more quickly to technological innovations. In recent years, technological and telecommunication developments dramatically changed the structure of the secondary market: the open outcry sessions disappeared, giving way to electronic trading systems with execution speed imperceptible to humans. At the same time, regulatory changes aimed at increasing competition in the secondary markets led to the creation of lit and dark trading venues, generating the fragmentation of liquidity.

In Brazil, although the market is highly electronic and the regulatory change process has also occurred, no increased competition in the secondary stock market was noticed. From a comparative analysis with fragmented markets, this paper proposes some reforms in the Brazilian regulation in order to improve the quality of the market through the introduction of competition.

Keywords: secondary markets, fragmentation, transparency, regulation.

RÉSUMÉ

NODA, M. **La fragmentation des marchés secondaires: Défis pour le règlement au Brésil.** 2015. 98 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

Le marché des capitaux, et surtout le marché secondaire, est parmi les secteurs qui réagissent plus rapidement aux innovations technologiques. Au cours des dernières années, le développement technologique et des télécommunications radicalement a changé la configuration du marché secondaire: les sessions dans le plancher ont disparu, laissant la place aux systèmes de négociation électroniques en vitesses d'exécution imperceptibles pour être humaine. Dans le même temps, des changements réglementaires visant à accroître la concurrence dans les marchés secondaires ont conduit à la création d'environnements de négociation avec et sans la transparence et la génération de la fragmentation de la liquidité.

Au Brésil, même si le marché est très électronique et le changement du processus réglementaire a également eu lieu, la concurrence n'a pas augmenté dans le marché secondaire. D'après une analyse comparative avec des marchés fragmentés, cet article propose quelques réformes dans la réglementation brésilienne en vue d'améliorer la qualité du marché grâce à l'introduction de la concurrence.

Mots clefs: marché secondaire, fragmentation, transparence, réglementation.

SUMÁRIO

1. Introdução 11

2. Estrutura do Mercado Secundário Brasileiro 13

2.1. Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários 13

2.2 Mercados Organizados 19

2.2.1 Mercado Organizado de Bolsa 20

2.2.2 Mercado de Balcão Organizado 22

2.3 Estrutura de Pós-Negociação 25

2.3.1 Compensação e Liquidação 25

2.3.2 Depositário Central 27

2.4 Intermediação no Mercado Secundário 29

3. Consolidação e Fragmentação 34

3.1 Visão geral 34

3.1.1 Argumentos contra a Fragmentação do Mercado 36

3.1.2 Argumentos a favor da Fragmentação do Mercado 38

3.2 A experiência internacional 39

3.2.1 Mercado Norte Americano 39

3.2.2 Mercado Europeu 48

3.3 Breve comparação entre os mercados norte-americano e europeu 61

4. Efeitos da Fragmentação 63

4.1 Liquidez 63

4.2 Formação de Preços 65

4.3 Custos de transação 67

4.4 Transparência 68

4.5 Fragmentação e qualidade do mercado 70

5. Concorrência no Mercado Organizado de Bolsa 71

5.1 Concorrência do ponto de vista normativo 72

5.2 Posição dominante 75

5.3 Barreiras à entrada 78

6. Proposta de Reforma Regulatória para Melhorar a Qualidade do Mercado Secundário Brasileiro 83

6.1 Negociação Simultânea de ações em mercado de bolsa e em mercado de balcão 83

6.1.1 A negociação de grandes lotes 85

6.1.2 Mercado de balcão 87

6.2 Pós-negociação 88

6.2.1 Compensação e liquidação 89

6.2.2 Depósito centralizado de valores mobiliários 89

6.3 A transparência no mercado brasileiro 90

6.4 A regra de melhor execução 91

6.5 Autorregulação 91

7. Conclusão 93

8. Bibliografia 94

1. INTRODUÇÃO

Atualmente, há no Brasil apenas uma bolsa em operação, a BM&FBOVESPA S.A., a qual mantém ambientes de negociação de ações e também de derivativos. Desde 2008, ano em que ocorreu a fusão entre a BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo e a BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros, a BM&FBOVESPA tem se mantido como o único mercado bursátil para a negociação de ações no país.

A situação de monopólio é garantida em parte pela regulação, que proíbe a negociação de ações listadas em bolsa em outro tipo de mercado regulamentado (como o de balcão, por exemplo), mas também pela ausência de concorrentes, uma vez que nada obsta a constituição de outras bolsas no Brasil.

Há, no entanto, indícios de que essa situação não será permanente. Seja porque algumas bolsas internacionais já manifestaram interesse em constituir-se no Brasil, seja porque movimentos internos podem levar a alterações normativas no sentido de permissão da dupla listagem[1], por exemplo, iniciando um processo de fragmentação do mercado de valores mobiliários brasileiro.

A fragmentação do mercado é característica presente em quase todas as economias desenvolvidas do mundo. Nos Estados Unidos da América há cerca de quarenta ambientes de negociação em operação. O fenômeno se repete, ainda que em menor escala, nas economias europeias e asiáticas.

O crescimento do mercado de valores mobiliários no Brasil pode abrir espaço para a introdução de novos ambientes de negociação, organizados em forma de bolsa ou não. É possível que questões como a permissão para a dupla listagem ou a criação de ambientes com menor transparência (internacionalmente conhecidos como *dark pools of liquidity*) venham a ser discutidos no país.

Essa discussão passará, necessariamente, por uma escolha regulatória a ser feita pelo órgão responsável pelo mercado de valores mobiliários no Brasil, a CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Trata-se, portanto, de tema extremamente atual e de grande importância para o mercado, visto que tais escolhas regulatórias podem alterar profundamente a estrutura do mercado brasileiro.

---

[1] Considera-se dupla a listagem de valores mobiliários em mais de um mercado regulamentado, bolsa e balcão organizado, por exemplo.

Por essa razão, considera-se que o tema deva ser academicamente discutido neste momento, quando, aparentemente, nenhuma decisão foi tomada no sentido de manter ou alterar a regulação do mercado brasileiro.

O estudo da fragmentação e de seus reflexos na estrutura do mercado envolve uma série de questões. A própria fragmentação de mercado, suas causas e efeitos são questões que merecem aprofundamento, sobretudo no Brasil, onde o assunto tem sido pouco debatido no meio jurídico.

O aumento da concorrência entre ambientes de negociação pode gerar vários benefícios, dentre os quais a redução de tarifas e aperfeiçoamentos tecnológicos, mas também pode fragmentar a liquidez e a informação. Nesse contexto é importante analisar os sistemas de negociação alternativos (ATS – *Alternative Trading Systems*), nos Estados Unidos, bem como as mecanismos de negociação multilateral (MTF – *Multilateral Trading Facilities*), na Europa e a forma pela qual foram regulamentados localmente.

Também será importante analisar a tendência de redução de transparência e seus efeitos sobre a formação de preços no mercado de valores mobiliários, tendo em vista o aumento de ambientes denominados *dark pools of liquidity*.

É importante ressaltar que em muitos países a concorrência foi incentivada por mudanças regulatórias. Dessa forma, será fundamental discutir as possíveis escolhas do regulador brasileiro frente a questões como concorrência, eficiência, transparência, integridade e estabilidade do mercado.

Parece claro que a regulação será em grande medida responsável pelo rumo a ser seguido pelo mercado de valores mobiliários no Brasil. Assim, é primordial que essa questão seja adequadamente discutida e todas as suas implicações analisadas.

2. ESTRUTURA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

O mercado de valores mobiliários brasileiro tem importantes marcos regulatórios, alguns dos quais bastante recentes. Na realidade, na última década reestruturações fundamentais foram feitas na regulação brasileira, abrindo caminho para as discussões sobre o papel dos participantes desse mercado e a introdução da concorrência.

2.1. Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários

Embora a história do mercado de capitais brasileiro possa ser contada a partir do século XIX, quando ocorreu a fundação do Banco do Brasil[2] e das primeiras bolsas de valores brasileiras, a reestruturação do mercado financeiro iniciada em 1964 abriu o caminho para a atual configuração do mercado de capitais no Brasil.

Mencionada reestruturação foi realizada por meio da edição de leis tais como a Lei nº 4595, de 1964, conhecida como lei da reforma bancária porque reformulou o sistema financeiro nacional, além de criar o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, e a Lei nº 4728, de 1965, a primeira lei do Mercado de Capitais do Brasil.

À reestruturação do mercado, seguiu-se sua expansão fundamentada na concessão de incentivos fiscais[3], que redundou numa crise de confiança decorrente de um intenso movimento especulativo ocorrido no início dos anos 70 que afugentou investidores do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Tentativas pouco efetivas de resgatar a confiança perdida se sucederam na primeira metade dos anos 70. No entanto, duas leis de 1976 alteraram o arcabouço normativo do mercado brasileiro: a Lei nº 6385, de 07 de dezembro, e a Lei nº 6404, de 15 de dezembro. A primeira dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários, a segunda, dispôs sobre as sociedades por ações.

---

[2] O Banco do Brasil foi fundado em 1808. Em 1817, o Banco do Brasil realizou a primeira oferta pública de ações no mercado de capitais brasileiro.

[3] Destaque para o Decreto Lei nº 157, de 1967, que instituiu incentivos fiscais para que contribuintes do Imposto de Renda utilizassem parte de seu imposto devido, quando de Declaração de Ajuste Anual do Imposto de Renda, para adquirir quotas de fundos de ações de companhias abertas, o que elevou sensivelmente a demanda por ações, sobretudo no início dos anos 70.

Como ressaltado nas Exposições de Motivos de ambas as normas, seus textos formaram "um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais"[4], visando ao funcionamento eficiente e regular do mercado e propiciando a formação da poupança popular e sua aplicação no capital das empresas.

Os Projetos de Lei reconheciam como fundamental uma estrutura jurídica que reforçasse o mercado de capitais de risco no Brasil, bem como que o funcionamento regular desse mercado exigia a tutela do Estado por meio de uma agência governamental especializada no exercício das funções de política do mercado, de modo a evitar as distorções e abusos a que estaria sujeito.

A crise dos anos 80 evidenciou a fragilidade do mercado de capitais brasileiro cuja dependência das empresas estatais era sensível[5]. De fato a concentração das transações em papeis de algumas empresas não favorecia o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nos moldes preconizados pelas leis da década anterior.

Durante os anos 90, o mercado secundário de valores mobiliários brasileiro continuou fortemente concentrado em papeis de companhias estatais. Em 1995, por exemplo, o setor de telecomunicações, capitaneado por Telebrás, representava cerca de 35% da composição da carteira teórica do principal índice de ações do mercado brasileiro, o IBOVESPA[6]. Considerando Eletrobrás, Petrobrás e Cia. Vale do Rio Doce, a participação dos papeis de estatais na carteira teórica do índice alcançava os 70%[7].

Na segunda metade dos anos 90, o Programa Nacional de Desestatização aliado a mudanças no quadro macroeconômico do país favoreceram o acesso de recursos estrangeiros ao país, com significativo crescimento no valor das ações e nos volumes negociados[8]. A despeito disso, no final dos anos 90, o Brasil ainda carecia de um

---

[4] Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976, que acompanhou o Projeto de Lei do que viria a ser a Lei nº 6385/1976.

[5] Em janeiro de 1980 os papeis da Petrobrás correspondiam a cerca de 12,5% da composição da carteira teórica do IBOVESPA. Em janeiro de 1989, essa participação na carteira teórica do índice subira para cerca de 27%.

[6] IBOVESPA é um indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. É calculado desde 1968 e abrange apenas ativos (ações e *units*de companhias listadas na BM&FBOVESPA.

[7] Participação percentual de ações selecionadas na composição da carteira teórica do IBOVESPA no período de janeiro a abril de 1995: Eletrobrás ON (6,12%), Eletrobrás PNB (9,34%), Petrobrás PN (10,89%), Petrobrás BR PN (1,68%), Telebrás ON (2,65%), Telebrás PN (31,25%), Telesp ON (0,32%), Telesp PN (2,21%), Cia. Vale do Rio Doce PN (5,72%).

[8] A Lei nº 9457/1997 alterou a Lei das S.A. suprimindo direitos dos acionistas minoritários, tais como a igualdade de valor oferecido aos acionistas controladores e aos minoritários em caso de alienação de

desenvolvimento qualitativo de seu mercado do mercado secundário de valores mobiliários.

No início dos anos 2000, o lançamento de um segmento especial de listagem denominado Novo Mercado[9] pela então Bolsa de Valores de São Paulo, atual BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, deu um novo impulso ao mercado secundário de valores mobiliários no Brasil.

Regras adequadas de governança corporativa se mostram cada vez mais importantes para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Se à proteção aos investidores e ao aumento da transparência não pode ser creditada a retomada do desenvolvimento do mercado brasileiro, pode-se afirmar com certeza que o advento do Novo Mercado contribuiu de forma decisiva para que esse resultado fosse alcançado.

Entre os anos de 1995 e 2002 ocorreram apenas seis ofertas públicas de distribuição de ações, mais conhecidas pela sigla em inglês IPO (*Initial Public Offering*). Nos anos seguintes, entre 2004 e 2009, foram 116 ofertas públicas iniciais, das quais a grande maioria aderente aos níveis diferenciados de governança, especialmente ao Novo Mercado[10].

Vários estudos mostram a relação existente entre a elevação dos padrões de governança corporativa e o crescimento do mercado de capitais[11]. Nesse sentido, iniciativas como os segmentos especiais de listagem devem ser devidamente valorizados. No entanto, o desenvolvimento do mercado brasileiro não pode prescindir da atuação do Estado por meio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

---

controle. Uma vez atingido o objetivo da lei, qual seja o de facilitar o processo de desestatização, a Lei nº 10.303/2001, restabeleceu os direitos antes suprimidos.

[9] O Novo Mercado é um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam a adotar, voluntariamente, boas práticas de governança corporativa. O diagnóstico de que dentre os fatores que contribuíam que o encolhimento do mercado brasileiro destacava-se a falta de proteção aos investidores minoritários, levou a Bolsa a criar um segmento de mercado baseado na adesão dos participantes a práticas mais rígidas do que as impostas pela legislação.

[10] Em 2010, 163 companhias listadas na BM&FBOVESPA tinham aderido voluntariamente aos segmentos especiais de listagem. Dessas 109 estavam no Novo Mercado.

[11] Ver, por exemplo, "*Legal Determinants of External Finance*", LA PORTA et al. 1997. Num estudo feito em 49 países, os autores mostram que onde existe menos proteção aos investidores, considerando-se regras e qualidade de sua aplicação, menor e menos desenvolvido é o Mercado de capitais.
Ver, ainda, "*Law and Finance in Transition Economies*", Slavova, Stefka, The World Bank.

No que diz respeito ao mercado secundário de valores mobiliários, no exercício de sua competência regulatória a CVM iniciou uma reformulação normativa em 2007 com a edição da Instrução CVM nº 461/2007, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

A Instrução CVM nº 461/2007 representou uma mudança significativa na forma de regular o mercado secundário de valores no Brasil até então regulado pela Resolução CMN nº 2690/2000. A Instrução objetivou a modernização das regras aplicáveis às bolsas e aos mercados de balcão organizado, preparando a regulação para as importantes mudanças pelas quais passava o mercado secundário de valores mobiliários no Brasil.

A mais importante dessas mudanças foi a desmutualização das bolsas brasileiras ocorrida em 2007. Por meio desse processo, as bolsas em operação no Brasil[12] deixaram de ser associações sem fins lucrativos e passaram a visar ao lucro. Ato contínuo, ambas fizeram ofertas públicas secundárias de distribuição de ações e abriram seu capital. A partir daquele momento, a propriedade de títulos deixou de ser condição essencial para o acesso às bolsas. No ano seguinte, em 2008, houve um processo de reorganização societária que deu origem à BM&FBOVESPA S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, única bolsa em operação no Brasil até o presente momento.

O cenário pós desmutualização exigia um ambiente regulatório adequado, haja vista que a governança das entidades adquire papel fundamental no contexto em que se busca o lucro. Por essa razão a organização e estrutura mínima de governança foram uma das preocupações do regulador no texto da Instrução CVM nº 461/2007.

Mecanismos para prevenção de conflitos de interesse também se fizeram sentir na norma. Houve imposição de limitações à participação no capital de entidade administradora de mercado de bolsa, tendo sido estabelecido o limite máximo de 15% do capital com direito a voto. Para sócios com acesso à bolsa, o limite foi ainda menor: 10% do capital votante.

O fortalecimento da função autorreguladora das entidades administradoras de mercado situa-se entre as principais inovações da norma. A criação de órgãos dedicados ao desempenho da atividade de autorregulação aumentou sua relevância dentro das entidades

[12] Em 2007 duas bolsas tinham atividade operacional relevante no Brasil: a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Mercadorias & Futuros.

administradoras, criando oportunidades para maior integração entre as atividades desempenhadas pela autorregulação e pelos reguladores, com reflexos sensíveis sobre a supervisão do mercado.

No entanto, uma das mais importantes alterações trazidas pela Instrução CVM nº 461/2007 foi a distinção entre os mercados de bolsa e de balcão organizado e a introdução da terminologia mercado regulamentado de valores mobiliários.

A partir da mencionada Instrução ficou absolutamente claro que o mercado regulamentado de valores mobiliários é o grande conjunto do qual são subconjuntos o mercado organizado de valores mobiliários e o mercado não organizado de valores mobiliários.

O mercado organizado de valores mobiliários, por sua vez, apresenta dois subconjuntos: o mercado organizado de bolsa e o mercado organizado de balcão.

Esquematicamente, se pode representar a estrutura do mercado secundário brasileiro de acordo com o Diagrama I.

Diagrama I – Estrutura esquemática da Estrutura do Mercado Secundário de Valores Mobiliários no Brasil.

Mercados Regulamentados de Valores Mobiliários		
Mercados Organizados de Valores Mobiliários		Mercado Não Organizado de Valores Mobiliários
Mercado Organizado de Bolsa	Mercado Organizado de Balcão	Mercado de Balcão Não Organizado

Em sentido amplo, o termo mercado designa espaços para os quais acorrem a oferta e a demanda de determinado produto ou serviço. A evolução tecnológica fez com que os espaços não sejam necessariamente físicos, uma vez que quase a totalidade das transações se dá de maneira eletrônica[13].

O mercado primário de valores mobiliários é aquele onde se viabiliza a captação inicial de recursos para os emissores, por meio da sua distribuição aos investidores. O mercado

[13] Para uma análise extensiva do conceito de mercado ver YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Capítulo II, páginas 53 e seguintes.

secundário, por sua vez, permite a negociação contínua desses valores mobiliários. Tal classificação está longe de ser meramente acadêmica.

No Brasil, a distribuição de valores mobiliários ocorre em mercado de balcão não organizado, uma vez que há intervenção, na condição de intermediário, de integrante do sistema de distribuição sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado de bolsa ou balcão[14].

Dessa forma, no Brasil, todas as operações públicas com valores mobiliários ocorrem em mercado regulamentado de valores mobiliários[15]. Em Portugal, onde também é utilizada a terminologia mercado regulamentado de valores mobiliários, o conceito é diverso, sendo considerados mercados regulamentados os mercados organizados que funcionem regularmente, obedecendo a requisitos similares aos fixados para bolsas quanto à prestação de informação, à admissão de membros e valores mobiliários à negociação e ao funcionamento do mercado. Adicionalmente, os mercados regulamentados devem ser autorizados por Portaria do Ministro das Finanças[16].

Note-se, portanto, que o mercado regulamentado no Brasil é muito mais abrangente que o mercado regulamentado em Portugal. Enquanto no Brasil o mercado regulamentado engloba mercados organizados e não organizados, em Portugal a organização é condição para que um mercado seja regulamentado, embora possa haver mercados organizados que não são regulamentados.

Na realidade, a CVM não estabeleceu um conceito para mercados regulamentados de valores mobiliários, restringindo-se a dizer que tais mercados compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados.

---

[14] Instrução CVM nº 461/2007, art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.
Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

[15] A exceção são as operações privadas que ocorrem entre duas pessoas (naturais ou jurídicas) sem a interferência de participante do sistema de distribuição.

[16] Em Portugal, os mercados regulamentados constam de uma lista elaborada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM. Atualmente, compõem a lista: mercado de cotações oficiais e mercado de futuros e opções, geridos pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados S.A.; mercado regulamentado de derivados do MIBEL (Mercado Ibérico de Electricidade), gerido OMIP – Operador do Mercado Ibérico de Energia.

Importa dizer, no entanto, que o fato de não haver conceituação para mercados regulamentados de valores mobiliários não causa nenhum prejuízo regulatório. De fato, a forma adotada pelo regulador brasileiro permite afirmar que toda a negociação de valores mobiliários ocorre em mercados regulamentados, sujeitando-se, portanto, à competência regulatória e ao poder de supervisão da CVM.

Antes da alteração introduzida pela Lei nº 9457/1997, a Lei nº 6385/1976 não mencionava o mercado de balcão não organizado. A partir de 1997, o parágrafo 3º do artigo 21 da Lei nº 6385/1976 passou a ter a seguinte redação: "São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado."

Embora possa soar pejorativo, o termo "mercado de balcão não organizado" não está relacionado à desorganização do mercado, na acepção corrente do termo no vernáculo. O mercado de balcão não organizado nada tem de confuso. Na realidade, o mercado de balcão não organizado de valores mobiliários no Brasil é pouco significativo visto que a quase totalidade das operações com valores mobiliários ocorre nos mercados organizados. Pode-se dizer mesmo que, à exceção das subscrições de valores mobiliários em ofertas de distribuição, as operações do mercado não organizado são absolutamente residuais.

2.2. Mercados Organizados

Os mercados organizados se subdividem em mercados de bolsa e de balcão. A Lei nº 6385/1976 não diferenciou conceitualmente tais mercados. Tampouco o fez a Instrução CVM nº 461/2007. Esta última, no entanto, adotou uma abordagem classificatória ao estabelecer determinadas características somente admitidas para os mercados de balcão organizados.

A despeito de existirem diferenças materiais entre as duas categorias de mercados organizados, a Instrução CVM nº 461/2007 estabelece que o mercado organizado é o "espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros" (art. 3º), acrescentando que o mercado

organizado deve ser administrado por entidade administradora autorizada pela CVM (art. 3º, § 2º).

De acordo com o disposto no artigo 5º da Instrução CVM nº 461/2007, um mercado organizado será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão dependendo de algumas características que apresente.

Para essa classificação o regulador considera as regras adotadas nos ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, o volume operado nos ambientes e sistemas e o público investidor visado pelo mercado.

2.2.1 Mercados Organizados de Bolsa

No Brasil, os mercados de bolsa podem funcionar de duas maneiras distintas: como sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou tendo como contraparte um formador de mercado.

Um sistema centralizado e multilateral é aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema (parágrafo único do art. 65 da Instrução CVM nº 461/2007).

Se a bolsa funcionar como sistema centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento da bolsa aprovado pela CVM (art.73, parágrafo único, Instrução CVM nº 461/2007).

Como opção ao sistema centralizado e multilateral, mencionada Instrução permite que um mercado de bolsa se organize como um sistema voltado para a execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes[17] de compra e venda de valores mobiliários. Nesse caso, a atuação do formador de mercado deve não apenas obedecer à regulamentação específica da CVM, qual seja a Instrução

[17] Ofertas firmes não podem ser retiradas do mercado se houver contraparte interessada em fechar negócio.

CVM nº 384/2003, bem como ser fiscalizada pela bolsa por meio do seu departamento de autorregulação.

Além disso, a bolsa que permita a atuação de formador de mercado deve fixar regras com previsão de limites máximos para a diferença entre os preços de compra e venda ofertados pelo formador (o chamado *spread*). A interferência no intervalo de preço entre as ofertas de compra e de venda deve ser admitida, desde que para a quantidade total daquele negócio.

A despeito de haver atuação de alguns formadores de mercado na BM&FBOVESPA, sobretudo nos mercados de opções, a única bolsa em operação no Brasil está organizada fundamentalmente como um mercado centralizado e multilateral.

A atividade de um mercado de bolsa é intensamente regulada. O funcionamento e a extinção de um mercado de bolsa dependem de autorização da CVM. Igualmente depende de autorização da autarquia o funcionamento da entidade administradora do mercado de bolsa que pode se constituir como associação ou sociedade anônima.

Constam da Instrução CVM nº 461/2007 a organização de uma entidade administradora do mercado organizado, com seus órgãos obrigatórios e respectivas atribuições e competências, regras gerais de controles de risco e de negociação, bem como a necessidade de que a entidade administradora constitua um mecanismo de ressarcimento de prejuízos para investidores, com a finalidade de assegurar o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar na bolsa (intermediários), ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia.

No que tange às regras de negociação, merecem especial destaque as relativas à transparência pré e pós-negociação. A norma brasileira determina que uma entidade administradora do mercado de bolsa deve disseminar publicamente as ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços (art. 73, inciso III, Instrução CVM nº 461/2007).

Ressalte-se que no mesmo dispositivo, a norma trata da transparência pre e pós-negociação. Essa última merece um detalhamento ainda maior no art. 76, em que se estabelece que a entidade administradora de mercado de bolsa deve tornar públicas de

forma contínua, ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso.

2.2.2. Mercados de Balcão Organizado

No Brasil, à semelhança do que ocorre nos mercados de bolsa, mercados de balcão organizados podem operar como sistemas centralizados e multilaterais e/ou tendo como contraparte um formador de mercado. Há ainda, uma terceira forma de atuação só permitida no mercado de balcão: o registro de operações previamente realizadas.

Em vista de o sistema de um mercado de balcão poder funcionar de forma muito semelhante ao que ocorre no mercado de bolsa, a forma de diferenciá-los passa a ser importante. Essa diferenciação se dá pela concessão dos chamados "descontos regulatórios" que reduzem exigências de natureza regulatória para os mercados de balcão. Dessa forma, mesmo atuando como sistema centralizado e multilateral, ao mercado de balcão está permitido o diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas.

Embora a divulgação de informações seja obrigatória nos mercados organizados, operações realizadas em balcão podem não ser divulgadas de forma contínua durante os pregões. Está igualmente permitido o agrupamento de operações para fins informacionais, desde que a política de divulgação seja previamente aprovada pela CVM. A Instrução CVM nº 461/2007 estabelece os critérios pelos quais a autarquia poderá conceder autorização para a divulgação diferida ou agrupada, tais critérios contemplam o modelo de mercado, o grau de padronização do ativo ou contrato negociado, o tipo de investidor que acessa o mercado e o fato de tratar-se ou não de segmento para grandes lotes.

A obrigatoriedade de divulgação de informações pré-negociação está colocada de forma genérica para os mercados de balcão que façam a negociação, na medida em que o artigo 50 (que se aplica tanto ao mercado de balcão, quanto ao de bolsa) da Instrução CVM nº 461/2007, estabelece que os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços. Não há na parte específica da Instrução sobre o mercado de balcão (como há na de mercado de bolsa), referência a forma como deve se dar a transparência pré-negociação

nesse mercado. A despeito disso, a entidade administradora do mercado de balcão organizado deve ter regras que visem a assegurar a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas, ainda que a divulgação do negócio possa ser diferida.

No balcão também está permitida a atuação direta no mercado, sem a necessidade de intermediação. Note-se que a permissão não está restrita a formas de acesso direto patrocinado[18] a qual, aliás, está permitida também no mercado de bolsa. Está-se a falar aqui do acesso direto sem qualquer participação de intermediário, situação em que o próprio investidor é participante do mercado organizado.

No entanto, é importante destacar que a negociação ou o registro de operações previamente realizadas poderá ocorrer em mercado de balcão sem a participação de intermediário integrante do sistema de distribuição desde que o regulamento do mercado o permita, a liquidação da operação seja assegurada pela entidade administradora do mercado ou realizada diretamente entre as partes da operação.

Nesse caso ficará a cargo da entidade administradora de mercado de balcão organizado o exercício da função de *gatekeeper*[19]. Essa função é atribuída ao intermediário nas operações de que ele participa, mas, na ausência de intermediação, tal função passa a ser responsabilidade da entidade que tenha concedido o acesso direto.

Os descontos regulatórios não se restringem ao mercado e sua operacionalização, atingindo também a entidade administradora do mercado em sua governança. O paradigma também é o mercado de bolsa, de cujas entidades administradoras se exige uma estrutura robusta para dar conta de conflitos de interesse e da necessidade de transparência.

A Tabela I mostra os requisitos de governança a serem preenchidos por entidades administradoras dos mercados de bolsa e balcão de acordo com a Instrução CVM nº 461/2007.

---

[18] O acesso direto ao mercado pode ser dividido em duas grandes categorias: o acesso direto patrocinado em que a atuação no mercado se dá sob a responsabilidade financeira e para questões de *compliance* de um intermediário autorizado a operar no mercado, caso em que existe vínculo lógico entre o investidor e o intermediário; e o acesso direto propriamente dito, mais conhecido pelo termo em inglês *naked access*, em que o investidor acessa diretamente o mercado sem a participação de intermediário.

[19] Conforme ensina Otavio Yazbek, que algumas vezes pede desculpas pelo uso da "desgastada expressão", *gatekeeper* é um agente econômico que, em razão de sua posição privilegiada e do seu tipo de atuação, acaba sendo considerado praticamente como "guardião" da regularidade de determinadas práticas.

Tabela I – Governança das Entidades Administradoras de Mercado Organizado no Brasil de acordo com a Instrução CVM nº 461/2007

	Entidade Administradora do Mercado de Bolsa	**Entidade Administradora do Mercado de Balcão Organizado**
Participação no patrimônio ou capital social	Limitação a 15% do capital com direito a voto	Dispensa do cumprimento do limite
Participação no capital social detida por pessoa autorizada a operar no mercado	Limitação de 10%	Dispensa do cumprimento do limite
Comitê de Auditoria	Obrigatório	Facultativo
Composição do Conselho de Administração	Maioria independente[20]	25% dos membros devem ser independentes

A CVM propositalmente deu um tratamento mais flexível às entidades administradoras do mercado de balcão, visto que esses mercados "contam com a presença de participantes com um nível mais alto de informação e expertise financeira, a demandar, em um primeiro momento, menor intervenção regulatória, comparativamente aos mercados de bolsa"[21].

No Brasil, o mercado de balcão tem indiscutível relevância em função na medida em que parte significativa, embora minoritária, dos negócios com derivativos é considerada como sendo realizada nesse mercado. Em termos de valores nocionais, em 2014, algo em torno de 20% do mercado de derivativos foi registrado no balcão organizado. Consequentemente, 80% das operações com derivativos foram realizadas no mercado de bolsa. Essa divisão tem se mantido nos últimos anos com pequenas variações.

No entanto, para o mercado secundário de ações, que é o objeto deste trabalho, o mercado de balcão tem uma importância bastante reduzida. Essa situação encontra explicações em fatores históricos, já que o balcão jamais foi preponderante na negociação em mercado secundário, mas pode ser atribuída principalmente a escolhas regulatórias feitas num passado recente (especificamente em 2007, com a Instrução CVM nº 461)[22].

A Instrução CVM nº 461/2007 veda a chamada "dupla listagem", consistente da possibilidade de que uma ação listada em bolsa possa ser negociada simultaneamente em

[20] O conceito de independência consta do artigo 26 da Instrução CVM nº 461/2007.
[21] Relatório de Análise SDM - Processo nº RJ 2003/11142 – páginas 11 e 12.
[22] Se a relevância do mercado de balcão organizado pode ser questionada quanto à negociação secundária de ações, pode-se dizer que o mercado de balcão não-organizado é absolutamente irrelevante para esse mercado nos dias atuais, independentemente da métrica que se queira utilizar.

mercado de balcão. Não há impedimentos legais a que uma ação seja negociada em mercado de balcão, mas, uma vez listada em bolsa, essa possibilidade passa a inexistir e a concorrência na negociação dessa ação só pode se dar com outra bolsa.

Claramente, a opção da Autarquia foi pela máxima transparência para o mercado de ações, uma vez que no mercado de bolsa os requisitos de transparência pré e pós-negociação são muito maiores do que os do mercado de balcão organizado como visto anteriormente.

2.3 Estruturas de pós-negociação

A pós-negociação é composta basicamente por duas atividades principais: a compensação e a liquidação das operações realizadas nos ambientes de negociação, ambas sob o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

2.3.1 Compensação e Liquidação

No Brasil, apenas a BM&FBOVESPA S.A. tem autorização para fazer a compensação e liquidação de operações com ações. Tal atividade é desempenhada por meio da Câmara de Ações da BM&FBOVESPA. A autorização é outorgada pelo Banco Central do Brasil com base na Resolução CMN nº 2882/2001 e na Circular BCB nº 3057/2001.

Após a negociação, os sistemas próprios desse ambiente se comunicam com a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA a qual faz a compensação multilateral de obrigações em que atua como contraparte central, assegurando a liquidação das operações. A compensação é o cálculo das obrigações e dos direitos líquidos dos participantes do sistema tanto em termos de ativos quanto de valores financeiros. A liquidação, por sua vez, é uma fase posterior em que se extinguem os direitos ou obrigações antes calculados, efetivando-se a entrega dos valores financeiros e dos ativos. Nas operações de compra e venda de ações[23], ocorre entrega contra pagamento três dias após a negociação (D+3).

[23] A Câmara de Ações da BM&FBOVESPA também faz a compensação de operações com derivativos de ações e ativos de renda fixa privada. No caso dos títulos de dívida, por exemplo, a liquidação pode ocorrer no próprio dia (D) ou no dia seguinte ao da negociação (D+1), a depender do horário em que tenha ocorrido a negociação.

Toda a liquidação financeira ocorre em moeda do Banco Central do Brasil (BCB), por meio do Sistema de Transferência de Reservas (STR) administrado pelo BCB, motivo pelo qual é fundamental que os participantes tenham acesso ao sistema diretamente ou por meio de um contrato com uma instituição que tenha conta reservas bancárias. A liquidação física é feita por meio de transferências efetuadas diretamente na depositária central da BM&FBOVESPA.

O sistema de compensação é integrado pelos agentes de compensação (bancos, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários), os quais, no que tange às operações com ações, podem ser divididos em duas categorias:

a) Agentes de Compensação Próprios: liquidam negócios por eles mesmos feitos em nome próprio ou de seus clientes;

b) Agentes de Compensação Plenos: liquidam negócios por eles mesmos feitos em nome próprio ou de seus clientes e também operações feitas por terceiros (outros intermediários ou investidores qualificados).

Os agentes de compensação desempenham papel fundamental na gestão de riscos, pois respondem pela eventual inadimplência daqueles em nome dos quais atuam. Os intermediários, por sua vez, respondem pelas operações próprias e de seus clientes. É o que se denomina cadeia de responsabilidades, em que a Câmara garante a liquidação das obrigações de um agente de compensação em relação aos demais, por isso, todos os agentes devem depositar garantias para cobertura dos riscos das posições pelas quais respondem e, com base nesse depósito por ela calculado, a Câmara atribui limite operacional para cada agente de compensação, o qual, por sua vez e segundo critérios próprios, distribui o limite recebido entre aqueles por cujas operações responde.

Além das garantias depositadas pelos agentes de compensação, existe um fundo de liquidação[24] constituído por contribuições mensais desses agentes, cujos valores são proporcionais ao risco das posições sob sua responsabilidade. Esse fundo também conta com contribuição institucional da BM&FBOVESPA. Em caso de inadimplência, o sistema executa as garantias depositadas pelo agente inadimplente. Em caso de insuficiência, o

[24] O fundo de liquidação deve ser suficiente para cobrir a inadimplência dos dois agentes de compensação que apresentem os maiores valores em risco.

sistema utiliza os recursos do fundo de liquidação. Se, ainda assim, houver insuficiência, serão utilizados os ativos segregados do patrimônio especial do sistema.

A administração de risco é atividade fundamental de uma câmara de compensação e liquidação. Uma vez efetuado o negócio no ambiente de negociação, os procedimentos que se seguem devem assegurar que aquele negócio será concretizado com as transferências dos recursos e ações nos ambientes de pós-negociação. Não é por outra razão que na Instrução CVM nº 461/2007, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários, há disposição expressa para que as entidades administradoras do mercado organizado (bolsa e balcão) efetuem a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administrem, diretamente ou contratando para isso entidade de compensação e liquidação autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil (art. 16, inciso II, Instrução CVM nº 461/2007).

Quanto à possibilidade de concorrência na prestação desse serviço, inexiste qualquer óbice de natureza legal a que seja constituída outra entidade responsável pela compensação e liquidação de valores mobiliários a qual seja concedida autorização para atuação no mercado de ações.

2.3.2 Depositário Central

Na liquidação de uma operação com ações sempre é observado o princípio da entrega contra pagamento e a liquidação física (recebimento da ação) é feita diretamente no depositário central da BM&FBOVESPA, única entidade autorizada a atuar como depositário central de ações pela CVM, nos termos da Instrução CVM nº 541/2013.

O depósito centralizado de títulos e valores mobiliários[25] é parte fundamental do processo de pós-negociação, pois é nesse ambiente em que ocorre a transferência de titularidade das ações compradas e vendidas, visto ser o depositário central o responsável pelo controle de

[25] A Instrução CVM nº 451/2007, em seu artigo 26 dispõe que o depósito centralizado se constitui com a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário, para fins de prestação dos serviços de depósito centralizado, na forma do regulamento do depositário central. No parágrafo único do mesmo artigo determina que os valores mobiliários mantidos em titularidade fiduciária no depositário central não integram o patrimônio geral ou patrimônios especiais eventualmente detidos pelo depositário central e devem permanecer registrados em conta de depósito em nome do investidor.

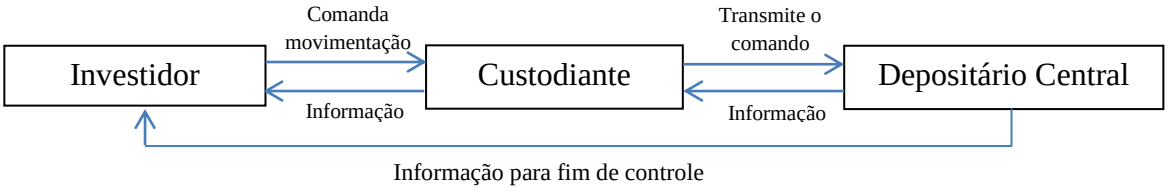
titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores.

Para viabilizar a transferência de posições entre investidores é necessário que sistemas de negociação e sistemas de compensação e liquidação de operações sejam participantes do depositário central. A norma determina que o depositário faça constar de seus regulamentos os requisitos objetivos e os mecanismos para fins de controle e administração de riscos e de proteção da integridade de seus sistemas. Tais regulamentos devem ser previamente aprovados pela CVM.

Também são participantes do depositário central os custodiantes, cuja atividade foi disciplinada pela Instrução CVM nº 542/2013. Os custodiantes são o elo entre o depositário central e os investidores. Na verdade, o depositário central detém a propriedade fiduciária dos ativos nele depositados, devendo mantê-los em contas individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de débito ou crédito. No entanto, o relacionamento do investidor com o depositário central somente se dá por meio do custodiante.

Cabe ao custodiante a abertura das contas individualizadas no depositário central em nome de seus clientes, bem como o comando, a partir da manifestação de seus clientes, da movimentação de valores mobiliários nessas contas.

Esquematicamente, se pode representar da seguinte forma a relação entre investidores, custodiantes e depositário central:



Ainda que o depositário não receba comandos para movimentação dos valores mobiliários nele depositados diretamente do investidor, a norma estabelece uma obrigação de que o depositário envie ou disponibilize ao investidor mensalmente informações que permitam a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os valores mobiliários depositados em nome do investidor, contendo, ao menos, a posição consolidada de valores mobiliários, sua movimentação e os eventos que tenham afetado a posição.

Visto que o custodiante também tem obrigação de informar o investidor, este terá a possibilidade de receber informação semelhante de duas fontes distintas. Trata-se de importante mecanismo de proteção ao investidor, uma vez que permite maior controle sobre suas posições em valores mobiliários.

No que tange à possibilidade de concorrência na atividade de depósito centralizado, a Instrução CVM nº 541/2013 é bastante clara. O texto prevê não apenas a possibilidade de que um depositário central seja participante do outro, como também prevê a interoperabilidade entre dois ou mais depositários centrais.

A participação deve se dar por meio de vínculos contratuais entre os depositários, em que um adquire a qualidade de participante do outro com o objetivo de facilitar a mútua transferência de valores mobiliários entre os participantes de cada depositário.

A interoperabilidade pressupõe o estabelecimento recíproco de soluções técnicas para os sistemas dos depositários envolvidos e, uma vez que os sistemas estarão interligados, é provável que muitos procedimentos tenham de ocorrer simultaneamente.

Seja na hipótese de participação, seja na de interoperabilidade entre depositários centrais, a CVM estabeleceu que os envolvidos devem definir regras e procedimentos destinados a assegurar que a transferência dos valores mobiliários entre os depositários seja realizada em tempo hábil, tendo em vista o interesse dos investidores, a efetividade dos processos de conciliação previstos na norma e a rastreabilidade das movimentações realizadas (art. 4º, §4º, Instrução CVM nº 541/2013).

Um cronograma deverá ser apresentado à CVM pelos depositários centrais que queiram estabelecer vínculos entre si. Tal cronograma, assim como as regras e procedimentos relativos à criação de vínculo deverão ser aprovados previamente pela autarquia.

2.4 Intermediação no Mercado Secundário

No Brasil, a intermediação no mercado secundário de ações se dá por meio das pessoas autorizadas a operar em bolsa, conforme determina a Instrução CVM nº 461/2007. A autorização para operar se dá no âmbito da entidade administradora do mercado de bolsa e supõe o preenchimento de requisitos técnicos e operacionais, bem como a avaliação da

idoneidade e aptidão das pessoas naturais responsáveis pela condução da atividade do requisitante da autorização.

Os requisitos de admissão fixados pela entidade administradora do mercado de bolsa devem observar os princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência (art. 51, § 2º, Instrução CVM nº 461/2007), estando vedada qualquer limitação máxima não autorizada pela CVM para autorizações concedidas, bem como a redução do limite máximo eventualmente autorizado.

Na Instrução CVM nº 505/2011, a autarquia definiu intermediário como "a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários" (art.1º, inciso I). A mesma Instrução estabelece normas, procedimentos e regras de conduta a serem utilizados pelos intermediários nas operações em que atuem.

Consta da Instrução CVM nº 505/2011 um dos mais importantes princípios de um mercado com concorrência: a regra de melhor execução. De acordo com a norma, no *caput* do seu artigo 19, "o intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita." O parágrafo único do mesmo artigo acrescenta que para aferição das "melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem."

Num mercado consolidado, a importância da regra de melhor execução é menos evidente. No entanto, o fato de o mercado secundário no Brasil ser consolidado não exime os intermediários do cumprimento de ordens sempre no melhor interesse do cliente, sobretudo em alguns tipos de ordens em que a discricionariedade do intermediário quanto à execução é maior.

A Instrução CVM nº 505/2011 buscou atualizar a regulação em face das mudanças tecnológicas observadas nos últimos anos. A norma dispõe sobre ordens transmitidas por telefone e outros sistemas de transmissão de voz, bem como sobre as ordens transmitidas por sistemas de conexões automatizadas, impondo a obrigação de registro de todas as ordens transmitidas pelos clientes.

Inegável que o avanço tecnológico afetou as relações dos intermediários com seus clientes. A tecnologia permite que o cliente tenha cada vez mais controle sobre a execução. Uma mudança profunda em curto espaço de tempo fez com que a indústria da intermediação refletisse sobre a necessidade de reformulação.

Uma das iniciativas nesse sentido partiu da BM&FBOVESPA e foi recentemente implantada: trata-se do novo modelo de acesso aos sistemas de negociação daquela bolsa.

Em janeiro de 2015 a BM&FBOVESPA informava haver cento e sete pessoas autorizadas a operar em seus ambientes de negociação. Naquela entidade administradora de mercado organizado, as pessoas autorizadas a operar recebem o nome de participantes de negociação.

Desde 02 de janeiro de 2015[26], os participantes de negociação da BM&FBOVESPA estão divididos em duas categorias:

a) Participante de Negociação Pleno (PNP): instituições que detêm o direito de acesso aos ambientes e sistemas de negociação da BM&FBOVESPA. São elegíveis a PNP do sistema de negociação de ações as sociedades corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários[27].
b) Participante de Negociação (PN): instituições que realizam suas operações (carteira própria ou de clientes) por meio de um ou mais Participante de Negociação Pleno. São elegíveis a PN no segmento de negociação de ações as sociedades corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteira de investimento.

Nesse modelo apenas o participante de negociação pleno tem acesso aos sistemas de negociação da bolsa. O participante de negociação pode intermediar as operações, mas, para tanto, precisa estar vinculado a um participante de negociação pleno. Trata-se, em realidade, da institucionalização do antigo modelo de operação por “conta e ordem”, em que um participante sem acesso ao ambiente de negociação, operava por intermédio de outro, com acesso ao ambiente de negociação. Desde janeiro de 2015 está vedada ao

[26] A partir de 02 de janeiro de 2015 todas as disposições do Ofício Circular 045/2014-DP, da BM&FBOVESPA, passaram a ser plenamente exigíveis.
[27] No segmento de derivativos financeiros e de commodities e ouro, além das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, também são elegíveis as sociedades corretoras de mercadorias.

participante de negociação pleno a realização de operações por conta e ordem de intermediário que não tenha recebido acesso como participante de negociação.

Do ponto de vista da proteção ao investidor, o novo modelo substitui o antigo com vantagens, uma vez que estende ao cliente do participante de negociação a proteção proporcionada pelo mecanismo de ressarcimento de prejuízos, o que não ocorria no modelo "por conta e ordem" de que decorria a existência de duas "categorias" de investidores.

Do ponto de vista regulatório, o modelo também merece uma avaliação positiva, haja vista a aplicação do Programa de Qualificação Operacional da BM&FBOVESPA[28], antes restrito aos participantes com acesso direto, também aos participantes com acesso indireto, como é o caso dos participantes de negociação. O novo modelo, adicionalmente, tem como consequência a extensão da atividade de autorregulação desempenhada pela BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados[29], uma vez que os intermediários com acesso indireto passam a ser supervisionados pelo autorregulador.

Diga-se, aliás, que ao autorizar a implantação do modelo, a CVM deu nova interpretação ao artigo 11 da Instrução CVM nº 461/2007, passando a considerar que "atuar nos ambientes ou sistemas de negociação" abrange tanto a atuação direta, quanto a indireta.

Na avaliação da indústria de intermediação, o novo modelo de acesso à BM&FBOVESPA é uma oportunidade de redução de custos, à medida que o acesso indireto dispensa as atividades de retaguarda (*back office*), as quais passam a ser realizadas pelo participante de negociação pleno. Ademais, o participante de negociação pode reduzir investimentos em tecnologia da informação e comunicação, concentrando-se na qualidade dos serviços aos clientes. A redução dos custos operacionais adquire relevância no cenário de redução de receitas, em que muitos intermediários têm apresentado resultados negativos.

---

[28] Programa de Qualificação Operacional (PQO) é uma iniciativa da BM&FBOVESPA cujo objetivo é certificar a qualidade dos serviços oferecidos pelos intermediários. O programa tem roteiros básico e específico e as instituições certificadas pelo PQO adquirem o direito de usar os Selos de Qualificação, os quais atestam o padrão de seus serviços. Para receber autorização para atuar como participante de negociação é exigido do intermediário o cumprimento do roteiro básico. O roteiro específico deve ser cumprido para a obtenção dos Selos de Qualidade.

[29] BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – associação que objetiva, em atendimento ao estabelecido na Instrução CVM nº 461/2007, executar a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários sob responsabilidade da BM&FBOVESPA, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria BM&FBOVESPA na condição de entidade administradora de mercado organizado.

Para o participante de negociação pleno que se habilite a oferecer o acesso ao sistema de negociação da bolsa, o modelo pode representar uma fonte de receita adicional e/ou uma oportunidade de aproveitamento de capacidade instalada ociosa.

Ainda que sob muitos aspectos o modelo pareça ser vantajoso, ele representa uma clara expansão da atividade da bolsa sobre os intermediários. Atualmente, todas as instituições que queiram oferecer a seus clientes a intermediação de operações com ações precisam estar sujeitas à supervisão da bolsa.

Neste momento, é difícil mensurar se essa nova configuração das regras de acesso à bolsa poderá trazer-lhe alguma vantagem competitiva numa eventual situação de concorrência no mercado de bolsa.

3. CONSOLIDAÇÃO E FRAGMENTAÇÃO

As discussões sobre a consolidação ou fragmentação dos mercados secundários de valores mobiliários já têm mais de uma década, mas tomaram corpo nos últimos anos a partir de reformas regulatórias introduzidas nos mercados considerados mais relevantes do mundo: Estados Unidos e Europa.

3.1. Visão geral

Um mercado pode estar estruturado de forma "consolidada" ou de forma "fragmentada". Os termos geralmente se referem à quantidade de ambientes de negociação em que pode ocorrer a negociação de valores mobiliários.

Dessa forma, um mercado concentrado é aquele em que toda (ou quase toda) a atividade de negociação é realizada em um ambiente, enquanto em um mercado fragmentado há múltiplos centros de liquidez por meio dos quais os mesmos valores mobiliários podem ser negociados. Assim, em mercados fragmentados ocorre uma concorrência dos ambientes de negociação pelas ordens dos investidores.

A literatura aponta que em mercados concentrados normalmente há maior profundidade, maior grau de certeza de execução das ordens e mais transparência na formação de preços. Por outro lado, mercados concentrados podem exacerbar comportamentos monopolistas, com aumento dos custos de negociação e menos estímulos à inovação.

Mercados fragmentados, por sua vez, aumentam os estímulos à introdução de inovações, com melhoria da qualidade do serviço prestado. A possibilidade de concorrência tende a reduzir os custos de negociação. A fragmentação, no entanto, pode aumentar os custos pela busca de liquidez, que se encontra dispersa no mercado. Redução de transparência e aumento da incerteza da execução de ordens também são geralmente associados pela literatura a mercados fragmentados.

No Brasil, a possibilidade de fragmentação no mercado secundário de ações encontra limites na Instrução CVM nº 461, de 2007, a qual veda a negociação simultânea de ações em mercados de bolsa e balcão organizado (art. 57, § 3º).

Dessa forma, a concorrência entre diferentes ambientes de negociação de ações somente pode se dar entre mercados organizados de idêntica classificação, vale dizer, ações listadas

em um mercado de bolsa somente podem ser negociadas em outro mercado de bolsa, assim como aquelas listadas em mercado de balcão somente podem ser negociadas em outro mercado de balcão.

Nota-se, portanto, que a estrutura regulatória brasileira permite a introdução de concorrência no mercado secundário de ações, mas o faz de maneira restritiva, o que não ocorre em relação aos demais valores mobiliários, cuja negociação simultânea é permitida em quaisquer mercados organizados que os tenham admitido à negociação.

Uma análise dos mercados mundiais permite concluir que, em muitos países[30], a regulamentação afetou enormemente a variedade e número de ambientes de negociação existentes. Muitas reformas foram feitas justamente com o objetivo de introduzir a concorrência nos mercados secundários. Pode-se dizer que o processo também foi estimulado pelo desenvolvimento tecnológico verificado nos últimos anos, haja vista a redução de custos para a criação e acesso aos diversos ambientes de negociação, bem como para a captação e consolidação de informação pré e pós-negociação. Também não se pode negar que outros fatores como a maior integração econômico-financeira afetaram a microestrutura do mercado, facilitando a remoção de barreiras antes existentes.

Assim, quanto à fragmentação de mercado é importante ter respostas para questões tais como a adequação do regime da Instrução CVM nº 461/2007 quanto à possibilidade de fragmentação de mercado admitida atualmente no Brasil.

Igualmente importante é saber se o regulador deveria ou não unificar os critérios para o estabelecimento de concorrência nos mercados organizados de valores mobiliários, bem como se a eventual permissão de negociação simultânea de ações em mercado organizado de bolsa e balcão deveria ser submetida a alguma restrição tal como a limitação à operação sob a forma de sistema centralizado e multilateral constante do art. 92, inciso I, da mencionada Instrução.

A análise da questão passa pela necessária avaliação dos impactos da fragmentação do mercado secundário de ações sobre sua integridade e eficiência, especialmente no que diz respeito ao acesso, liquidez, volatilidade e processo de formação de preços.

---

[30] Estados Unidos, Canadá e países membros da União Europeia são os melhores exemplos.

O objetivo do capítulo é discutir os prós e contras da fragmentação fazendo uma análise das condições do mercado secundário no Brasil e, por meio da abordagem comparativa, das condições do mercado norte americano e europeu.

Uma observação se faz necessária desde logo: neste trabalho, o termo fragmentação é usado de maneira neutra, significando apenas a dispersão do volume entre vários ambientes de negociação. Embora essa concepção seja a adotada por grande parte dos estudiosos sobre o tema, o termo fragmentação também é utilizado de uma maneira pejorativa por alguns analistas. Nesse caso, ainda que o conceito não seja realmente distinto, a dispersão do volume negociado é vista como uma consequência deletéria da introdução da concorrência, sendo caracteriza pela incapacidade de uma ordem direcionada a um ambiente interagir com outra ordem direcionada a outro mercado.

3.1.1. Argumentos contra a Fragmentação do Mercado (ou pró consolidação do mercado)

Muitos estudos foram feitos nos últimos anos acerca dos efeitos da consolidação ou da fragmentação sobre a qualidade do mercado. Frequentemente essa discussão é chamada de "Debate entre Consolidação e Fragmentação".

O principal argumento a favor da consolidação de mercado é o da economia de escala. Um sistema de negociação demanda grandes investimentos em *hardware, software*, comunicação com os intermediários para recebimento de ordens e disseminação de dados. Esses investimentos tendem a ser cada vez maiores na medida em que aumentam as exigências regulatórias. Dada a existência de custos fixos e variáveis, é fácil perceber que quanto maior for o número de negócios em determinado mercado, menor será o custo médio por negócio nesse mesmo mercado, fazendo com que ele se aproxime do custo variável. Para alguns analistas, os ganhos de escala na atividade dos sistemas de negociação são de tal forma significativos que a atividade pode ser considerada um monopólio natural.

Outro argumento é o que caracteriza um sistema de negociação como uma rede. Uma rede é tanto mais útil quanto mais pessoas a utilizam. Para explicitar esse efeito é válido o exemplo do telefone: racionalmente, um indivíduo somente adquiriria um telefone se outras pessoas também tivessem telefones com os quais ele pudesse se comunicar. Um sistema de negociação funciona da mesma forma, quanto maior o número de participantes

conectados ao sistema, maior a vantagem que cada participante individualmente extrairá da conexão[31].

O fato de os sistemas de negociação serem redes, curiosamente, rende alguns argumentos utilizados tanto por quem defende a concentração, quanto pelos defensores da fragmentação. É o caso do aumento da liquidez. Defensores da consolidação do mercado dizem que a negociação em um único mercado aumenta a liquidez[32] à medida que todas as ordens são enviadas para o mesmo livro. Pelo mesmo motivo, também aumenta a profundidade[33] do livro de ofertas.

Em realidade, havendo mais ofertas para interagirem entre si há mais chance de execução de cada oferta individualmente e, por isso, o volume negociado tenderia a ser maior em um mercado consolidado[34].

Em mercados consolidados a formação de preços tende a ser mais eficiente, visto que todas as ofertas estão lá. Os críticos da fragmentação costumam dizer que os preços são formados nos mercados transparentes e que os mercados em que há opacidade simplesmente tomam esses preços para a execução dos seus negócios, o que criaria um desincentivo a que as ordens fossem enviadas para o mercado principal transparente, prejudicando a formação de preços. Mercados consolidados tendem a proporcionar baixo custo de informação, visto que não há custos de consolidação de informação (ela é naturalmente consolidada) e a sua disseminação é fácil, tornando-a acessível a todos os interessados.

A consolidação de mercado também é apontada por alguns como a melhor forma de garantir a melhor execução para os investidores, uma vez que todas as ordens estariam no mesmo livro cada negócio representaria sempre o melhor negócio possível a cada instante.

Os críticos da fragmentação questionam os diferentes graus de transparência dos mercados fragmentados. A existência de mercados transparentes e outros completamente opacos

---

[31] Vários artigos mencionam que os sistemas de negociação funcionam como redes. A exemplificação utilizando o sistema de telefonia consta de "Transparency and Fragmentation", Board, Sutcliffe e Wells, Palgrave Macmillan.

[32] Liquidez é a capacidade dos ativos de serem negociados no Mercado sem que seus preços sejam afetados. Em geral, está caracterizada por intensa atividade de negociação.

[33] Profundidade é capacidade de um valor mobiliário de absorver ofertas de compra e venda sem que se preço se desloque drasticamente para cima ou para baixo. Profundidade e liquidez apresentam alta correlação.

[34] Embora esse argumento faça muito sentido numa primeira leitura, sua força diminui consideravelmente dada a possibilidade tecnológica de consolidação das ordens enviadas para diferentes ambientes de negociação.

prejudica o mercado porque cria assimetrias em benefício de poucos participantes.

Importante argumento a favor da consolidação do mercado está relacionado aos custos de supervisão. Indubitavelmente a existência de qualquer nível de fragmentação dificulta e encarece sobremaneira a atividade de supervisão do mercado tanto para o órgão regulador, quanto para as entidades autorreguladoras.

Apenas para apresentar o problema que será aprofundado posteriormente, vale mencionar o risco de arbitragem regulatória, aumento da complexidade da atividade de acompanhamento de mercado desempenhada pelos reguladores e a necessidade de investimentos em recursos tecnológicos e humanos para o seu adequado desenvolvimento. No que se refere à autorregulação, há o custo de replicação de estruturas, eliminando-se potenciais ganhos de economia de escala.

3.1.2. Argumentos a favor da Fragmentação do Mercado

A fragmentação de mercado é frequentemente vista como uma forma de atender as necessidades de diferentes tipos de investidores, uma vez que sistemas de negociação tendem a oferecer serviços não homogêneos. Alguns investidores valorizam a transparência, enquanto outros preferem a velocidade de execução. Formas de acesso diferenciadas são priorizadas por outros. Se os investidores têm necessidades diferentes ou a necessidade de um mesmo investidor pode mudar ao longo do tempo, é natural que os ambientes de negociação busquem esses nichos, fragmentando o mercado.

Note-se que a fragmentação está associada à introdução de inovações tecnológicas no mercado secundário. Seus defensores acreditam que o funcionamento de ambientes de negociação que prestem serviços diferenciados melhore a qualidade geral do mercado na medida em que induz à inovação e redução de custos de transação, inclusive nos ambientes tradicionais, que reagem as perdas de participação no mercado.

A redução de custos de transação é, aliás, um dos fortes argumentos a favor da fragmentação do mercado. Primeiro porque novos ambientes de negociação tendem a ter uma estrutura de custos mais enxuta que se reflete nos emolumentos cobrados. Além disso, há evidências de que, a partir da fragmentação do mercado, as corretagens cobradas pelos intermediários foram reduzidas, diminuindo o custo total por operação.

O aumento da liquidez também é frequentemente mencionado como consequência da fragmentação de mercado sob o argumento de que quanto mais ambientes para negociar, mais ordens serão enviadas para esses ambientes em virtude da atração de investidores com necessidades e estratégias diferenciadas de atuação.

3.2 A Experiência Internacional

A fragmentação no mercado secundário é uma realidade em diversos mercados internacionais. Ocorre nos mercados mais desenvolvidos da América do Norte (Estados Unidos da América e Canadá) quanto na União Europeia, bem como em alguns mercados relevantes da Ásia e na Austrália, onde é relativamente recente.

Cada mercado tem sua história, cujo conhecimento é de grande utilidade para a compreensão de suas atuais feições. Pela importância desses mercados, optou-se pela descrição da configuração do sistema norte americano e do sistema europeu.

3.2.1 Mercado Norte Americano

Pode-se dizer que o Sistema Nacional do Mercado, do inglês *National Market System*, mais conhecido como NMS, criado, em 1975, como uma alteração ao *Securities Exchange Act*, de 1934, é um divisor de águas para a regulação do mercado dos Estados Unidos da América (EUA).

A importância do NMS fica ainda mais evidente a partir de 2005, quando ocorreu a reforma do sistema, dando origem à Regulação NMS (*Reg NMS*). No entanto, desde antes da mencionada reforma já era possível negociar ações de companhias norte americanas em mercados cujas estruturas eram bastante diversas entre si. Havia as bolsas nacionais, dentre as quais a *New York Stock Exchange* (NYSE), importantes bolsas regionais, o mercado de balcão e uma série de sistemas proprietários de negociação ou sistemas alternativos de negociação (ATS – *Alternative Trading Systems*).

Sobretudo a partir dos anos 80, esses mercados ou estruturas começaram a competir intensamente entre si, fazendo com que, paulatinamente, a NYSE fosse perdendo sua posição de dominância no mercado secundário norte americano.

O aumento da concorrência por meio da uma diversidade de estruturas de negociação pode ser atribuído a dois fatores primordiais: regulação e os avanços tecnológicos.

A importância da regulação se evidencia pelo NMS, o qual foi desenvolvido para satisfazer os seguintes objetivos:

a) Execuções de ordens economicamente eficientes;

b) Justa concorrência entre os intermediários, mercados de bolsa entre si e mercados outros (não bolsa) e os mercados de bolsa;

c) Disponibilização pública de cotações e informações sobre negócios efetuados;

d) Oportunidade para obtenção da melhor execução; e

e) Oportunidade para obtenção de execução de ordens sem a interferência de participantes, desde que isso se apresente como economicamente eficiente e factível do ponto de vista da melhor execução.

Visando aos objetivos mencionados, o NMS promoveu importes mudanças na estrutura regulatória do mercado norte americano ao abolir as comissões ou corretagens fixas, eliminar restrições à negociação consideradas anti-competitivas para membros de bolsas e, sobretudo, criar interligações entre os mercados.

A eliminação das corretagens fixas fez que com o valor médio da corretagem caísse instantaneamente cerca de 25%, conforme dados da NYSE. A corretagem fixa era considerada economicamente ineficiente, uma vez que igualava os preços de serviços não necessariamente iguais. Ademais, a corretagem fixa era vista pelos acadêmicos como uma interferência indevida da *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos EUA, no mercado americano, uma vez que facilitava a manutenção da posição dominante da NYSE naquele mercado.

Adicionalmente, com o NMS a regra da NYSE que proibia seus membros de negociar ações nela listadas fora da bolsa foi abolida. A nova regulação limitou a regra da bolsa, fazendo com que, na prática, os membros da bolsa não pudessem internalizar ordens durante o horário do pregão. Dessa forma, a SEC pretendeu aumentar a concorrência na negociação das ações listadas em bolsa.

A criação de interligações entre os mercados foi fundamental na alteração legislativa de 1975. Foram criados três sistemas de comunicação para interligação dos diferentes

mercados: a Fita Consolidada (*Consolidated Tape*), o Sistema de Cotações Consolidadas (*Consolidated Quotation System* – CQS) e o Sistema de Negociação Intermercados (*Intermarket Trading System* – ITS).

A Fita Consolidada promove a disseminação de informação sobre os negócios efetuados em até 90 segundos após a conclusão de transações com ações listadas em bolsa, independentemente de onde tenha ocorrido o negócio (em bolsa ou mercado de balcão). Para as ações não listadas, um sistema operado pela NASDAQ dissemina informações sobre o último negócio realizado praticamente em tempo real.

O CQS, por sua vez, dissemina publicamente informações pré-negociação. De fato, o sistema informa as melhores ofertas de compra e venda com base nas informações fornecidas pelas bolsas e pelos operadores de mercado de balcão.

Por fim, o ITS permite que ordens dadas em determinado mercado sejam roteadas (enviadas eletronicamente) para execução em outro mercado, de forma que a conseguir o melhor preço disponível e, assim, garantir a melhor execução.

Mesmo com o NMS, muitos analistas e acadêmicos continuavam a afirmar que a SEC mantinha um sistema de concorrência relativamente limitado, o que seria revisto com a reforma de 2005.

A Regulação NMS (*Reg NMS)*, em vigor a partir de 2007, consiste de quatro grandes categorias de regras: proteção de ordens, acesso intermercados, variação mínima de apregoação (*sub-penny pricing*) e dados de mercado (*market data*).

a) Regra de proteção de ordens: visou à obtenção do melhor preço para o investidor quando esse preço fosse representado por cotações automáticas que estivessem acessíveis. Dessa forma, os ambientes de negociação ficaram obrigados a estabelecer políticas e procedimentos para prevenir o fechamento de um negócio a preço pior do que o disponível no mercado. Não houve alteração do dever de melhor execução pelos intermediários.

b) Acesso intermercados: objetivou o estabelecimento de uma regra de acesso uniforme e não discriminatória às cotações disseminadas, permitindo o fechamento de negócios por quaisquer participantes que tenham acesso àquelas cotações, bem como uma regra para harmonizar as cotações em diferentes ambientes de

negociação por meio da limitação de tarifas cobradas por esses ambientes.

c) Variação mínima de apregoação: visou a proibir que os participantes de mercado divulgassem ou aceitassem cotações que representassem variação menor do que US$0,01 para ações com cotação superior a US$ 1,00, para ações com cotação inferior a US$ 1,00, a variação mínima aceita deveria ser de US$ 0,0001. O objetivo foi o de evitar que cotações com variação insignificante fossem usadas para reposicionar ordens no livro.

d) *Market data*: reformulou a alocação de renda gerada com a atividade de disseminação de dados e autorizou que os ambientes de negociação pudessem distribuir seus dados independentemente, ainda que estivessem obrigados a informar suas melhores cotações de compra de venda para o CQS (*Consolidated Quotation System*).

Como visto anteriormente, mesmo antes da Regulação NMS, o mercado norte americano já se encontrava organizado com estruturas distintas para a realização de operações no seu mercado secundário. A Regulação NMS, no entanto, aumentou a concorrência entre os ambientes de negociação principalmente em razão da adoção da regra de proteção de ordens, uma vez que as ordens passaram a ser obrigatoriamente roteadas para o ambiente em que a melhor cotação estivesse disponível.

Didaticamente, o mercado secundário norte americano pode ser dividido nas seguintes categorias:

Tabela I – Mercado secundário nos Estados Unidos da América

Exchange	**ATS – *Alternative Trading Systems*[35]**			**Internalização de Ordens**
	Electronic Communications Network	***Call Markets*** (Mercados de Leilões)	***Crossing Networks/Dark Polls***	
Qualquer organização, associação que constitua, mantenha ou disponibilize um local para que compradores e vendedores interajam, desempenhando o papel de uma bolsa, na acepção comum do termo. A definição é do *Exchange Act* de 1934.	Sistemas Eletrônicos que disseminam ordens nele inseridas por formadores de mercado permitindo que sejam executadas total ou parcialmente. A definição exclui sistemas de roteamento de intermediários e "crossing networks". Na prática, um ECN é muito parecido com uma bolsa. De fato, após a edição da Regulamentação dos ATS, eles puderam optar em registrar-se como bolsa ou permanecer como *broker-dealers*. A escolha determina suas responsabilidades e direitos.	Mercado em que os valores mobiliários podem ser negociados em um momento específico e determinado do dia. As ofertas são coletadas e a negociação ocorre a um único preço. É uma organização típica de mercados pequenos.	Sistema em que as ordens de compra e venda são casadas eletronicamente sem que tenham sido roteadas previamente para um bolsa ou outro sistema que as torne públicas. Tais ordens são geralmente anônimas e podem ser dirigidas a determinados participantes. Torna possível a execução de grandes lotes sem impactar as cotações. Tipos de Sistemas: Independentes: criados para proporcionar condições diferenciadas de negociação Ligados a intermediários: sistemas para que os clientes do intermediário interajam, inclusive com a carteira própria do intermediário, em condições de anonimato. Ligados a bolsas: oferecem uma estrutura de bolsa, mas com anonimato e sem transparência.	As ordens dos clientes são executadas contra a carteira própria do intermediário, cujo ganho deve advir do spread entre o preço de compra e o preço de venda. Dessa forma, as ordens internalizadas não interagem com outras ordens, nem tampouco são publicamente disseminadas. Os negócios são classificados como realizados no mercado de balcão.

[35] *Alternative Trading System* (Sistemas Alternativos de Negociação): qualquer sistema que (1) constitua, mantenha ou disponibilize um mercado ou instalações para que compradores e vendedores de valores mobiliários interajam, desempenhando a função comumente atribuída a uma bolsa pelo *Exchange Act*, e (ii) não estabeleça regras relativas à conduta dos participantes. Em resumo, bolsas tem função de autorregulação que os ATS não têm.
Os ATS que negociam mais de 5% do volume médio diário de uma determinada ação devem (i) estabelecer procedimentos escritos não discriminatórios relativos ao acesso aos seus sistemas, e (ii) não podem proibir ou limitar qualquer interessado em acessar seus sistemas, desde que os requisitos anteriormente mencionados tenham sido preenchidos.

Embora exista uma definição para a atividade de bolsa nos Estados Unidos, o que de fato diferencia bolsas dos ATS é o fato de que as primeiras têm regulamentos e regras aprovados pela SEC, desempenham atividades autorregulatórias sobre seus membros e podem praticar a atividade listagem.

Todas as bolsas que operam no mercado de ações norte americano o fazem por meio de sistemas eletrônicos de negociação com baixa latência, ou seja, com tempo de resposta muito curto entre o recebimento da oferta e a execução do negócio[36]. Os serviços de *co-location*[37]são frequentemente oferecidos pelas bolsas nos Estados Unidos com o objetivo de reduzir a latência na execução dos negócios ou mesmo na transmissão de dados do mercado.

A despeito do massivo investimento em tecnologia, nos últimos anos, as bolsas têm perdido participação no volume negociado no mercado americano. Dados da SEC dão conta de que mais de 35% do volume é negociado fora das bolsas nos Estados Unidos[38]. A perda de participação das bolsas no mercado secundário norte americano se dá na medida em que aumenta a participação dos ATS nesse mercado, com destaque para o crescimento dos *dark pools*.

Dark pools são ambientes de negociação em que inexiste transparência pré-negociação, isso significa que as ordens enviadas para esses ambientes não são disseminadas publicamente, ao contrário do que ocorre com as ordens enviadas para as bolsas e para os ECN.

Dos oitenta e seis ATS registrados na SEC em janeiro de 2015, mais de quarenta estavam aptos a negociar ações do NMS. Embora, *grosso modo*, possa desenvolver a mesma atividade das bolsas, um ATS não desempenha atividade de autorregulação e não precisa dar publicidade de suas regras e tarifas, as quais, aliás, não são previamente aprovadas pela SEC. No entanto, um ATS está sujeito à regulação específica (*Regulation* ATS) e, portanto, submete-se à supervisão pela SEC e pelo principal autorregulador do mercado

---

[36] As principais bolsas em operação no mundo contam o tempo em milissegundos, ou milésimos de segundo. Algumas instituições atuantes no mercado de valores mobiliários fazem a contagem do tempo em microssegundos, ou seja, milionésimos de segundos.

[37] *Co-location* é o termo em inglês, também utilizado no Brasil, para se referir a prática de hospedar servidores e equipamentos de membros ou seus clientes no centro de processamento de dados da bolsa com o principal objetivo de redução de latência.

38 Dados da Divisão de Negociação e Mercados da SEC, constantes de "Equity Market Structure Literature Review, Part I: Market Fragmentation," disponível em http://www.sec.gov/marketstructure/research/fragmentation-lit-review-100713.pdf

norte americano, a FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*)[39], uma vez que deve ser registrado junto à SEC como um *broker-dealer*, ou seja, como um intermediário. É importante destacar, no entanto, que se o ATS for do tipo *dark pool*, ele não está sujeito a regras de acesso (podendo limitar o acesso ao seu ambiente), nem precisa seguir a regra que determina a variação mínima de apregoação, o que é geralmente considerado como vantagens competitivas desses ambientes.

Frequentemente se atribuem a criação e o vertiginoso crescimento dos *dark pools* à necessidade de negociação de grandes blocos com mínima interferência sobre os preços. Um estudo[40] conduzido pela Divisão de Economia e Análise de Riscos da SEC, no entanto, contraria o senso comum para o qual contribuem não apenas a imprensa especializada, mas também alguns acadêmicos, de que os *dark pools* são primordialmente utilizados para negociar grandes blocos. Comparando negócios fechados em ambientes com transparência e ambientes sem transparência, a análise revela que há muita similaridade entre o tamanho das ordens dadas nesses dois tipos de ambientes. A exceção são cinco ATS cujo tamanho médio das ordens é superior a 1000 ações, mas que significam em conjunto menos de 3% do volume em dólares negociado no mercado norte americano. Dessa forma, o estudo mostra que o tamanho das ordens em ambientes com e sem transparência é muito similar, o que sugere que a necessidade de negociação de grandes lotes não explica o crescimento de ambientes de negociação com opacidade.

O que, então, justificaria a grande número de ambientes de negociação existente no mercado norte americano? No passado, a constituição de uma bolsa não era uma atividade trivial, pois envolvia não apenas um grande investimento, mas também o desenvolvimento de uma série de atividades que exigiam alta especialização (a atividade de monitoramento é um bom exemplo). O desenvolvimento tecnológico permitiu a entrada de novos participantes no mercado ao reduzir os custos de acesso a ele.

As razões para o aumento de ambientes opacos (*dark pools*) passam pela necessidade de alguns investidores de negociar grandes lotes (embora pouco numerosas, essas ordens existem) sem impactar o mercado. Ademais, os intermediários têm incentivos para

---

[39] FINRA – *Financial Industry Regulatory Authority* – é uma associação não governamental constituída com o objetivo de autorregular o mercado de valores mobiliários norte-americano. Seu objetivo é proteger o investidor mantendo a integridade e higidez do Mercado. Para tanto, está habilitada a emitir regras, fiscalizar o seu cumprimento, conduzir processos punitivos e aplicar penalidades. Sua atuação é supervisionada pela SEC - *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos.

[40] *Alternative Trading Systems* – March 2014 - *Division of Economic and Risk Analysis* da SEC.

constituir seus próprios ambientes opacos, onde ordens de seus clientes de varejo são executadas sem os custos dos emolumentos cobrados pelas bolsas.

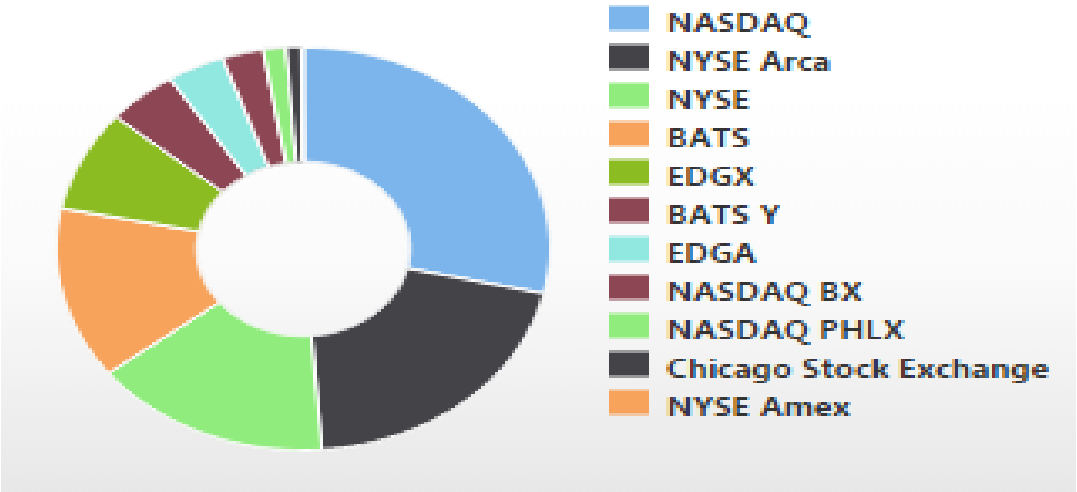
Entretanto, nada foi mais importante para o aumento do número de ambientes de negociação (transparentes ou opacos) do que as reformas regulatórias promovidas pela SEC. A eliminação de barreiras que favoreciam a negociação em bolsa, como a implementação da regra de proteção de ordens e a disciplina à cobrança de tarifas de acesso, foram decisivas para o aumento de concorrência no mercado secundário norte americano.

Destaque-se que o aumento da concorrência não foi uma consequência não prevista da alteração da regulação, mas, ao contrário, o motivador das reformas promovidas pela SEC em 1975 e em 2007 com a criação do NMS e da Reg NMS, respectivamente.

A fragmentação do mercado pode ser percebida a partir da observação dos gráficos elaborados pela Fidessa[41]. No Grafico I, abaixo, é possível notar a quantidade de ambientes de negociação com participação no mercado transparente norte americano.

Gráfico I – Participação de mercado dos principais ambientes de negociação considerados transparentes nos Estados Unidos da América

(em Janeiro/2015)



Fonte: Fidessa (reprodução)

[41] Fidessa é uma companhia britânica, mas com atuação em muitos mercados fora da Grã-Bretanha, que fornece software e serviços para o setor financeiro e tem uma importante atuação no mercado de valores mobiliários.

Todo o esforço da SEC para introduzir concorrência na negociação nos Estados Unidos não se replicou na pós-negociação. Na realidade, nota-se que a pós-negociação naquele país tem características bem peculiares, pois apesar de a negociação ser bastante fragmentada, os eventos relativos à pós-negociação são concentrados.

Nos anos 70, após o aumento do volume negociado no mercado secundário norte americano, bem como das falhas de liquidação, foi fundada a DTC – *Depository Trust Company*[42], para aperfeiçoar o processo de liquidação naquele mercado. Na segunda metade da mesma década, a partir de uma fusão das câmaras de compensação de diferentes ambientes de negociação, surgiu a NSCC – *National Securities Clearing Corporation*, com o objetivo de centralizar a compensação e a liquidação no mercado acionário norte americano[43], processo que se intensificou ao longo dos anos 80, quando muitos mercados secundários também encerraram sua atividade de compensação e liquidação, passando a utilizar os serviços da NSCC.

Em 1999, foi fundada a DTCC – *Depository Trust & Clearing Corporation*, como *holding* que controla a DTC e a NSCC. A fundação da DTCC partiu da constatação da indústria de que a DTC e a NSCC estavam iniciando um processo de concorrência em alguns segmentos que não foi visto como salutar pela (e para) a indústria que controlava ambas as companhias. Em 2012, a DTC e a NSCC passaram a ser consideradas como SIFMU – *Sistemically Important Financial Market Utilities* à luz do *Dodd-Frank Act*, o que significa que legalmente ambas são entidades cuja falha ou quebra podem ameaçar a estabilidade do sistema financeiro norte americano, razão pela qual estão sujeitas a rígidos padrões de gestão de riscos.

Operacionalmente, o processo começa no dia em que o negócio é realizado (D) e termina três dias depois (D+3), quando o comprador recebe as ações e o vendedor, o valor a elas correspondente. A NSCC é a contraparte central das operações, o que significa que assume o risco das partes, agindo como comprador para todo vendedor e vendedor para todo comprador. Dessa forma, garante-se a liquidação mesmo que uma das partes falhe.

Em D+3, a NSCC envia as instruções de liquidação para os custodiantes (que detém as contas com as ações) e a DTC comunica os saldos credores ou devedores para os bancos

---

[42] Os acionistas da DTC são seus próprios usuários: bancos, intermermediários.

[43] Em 1979, a CDS – *Canadian Depository for Securities* tornou-se membro da DTC que passou a fazer a compensação e liquidação das operações realizadas no mercado secundário do Canadá.

liquidantes. O pagamento é feito pelo *Fedwire* (sistema eletrônico de transferência administrado pelo *Federal Reserve Bank*). Note-se que a DTC atua como depositária e a NSCC como câmara de compensação (*clearing house*). Esse processo ocorre para os negócios de varejo feitos no mercado norte americano e para os negócios feitos entre intermediários.

Negócios realizados por investidores institucionais, em que poucas transações movimentam um volume muito grande de ações e de recursos, são liquidados diretamente pela DTC, sem a participação da NSCC. Nesse caso, em geral, não ocorre a liquidação pelo valor líquido, pois cada negócio é liquidado individualmente (negócio a negócio).

3.2.2 Mercado Europeu

A Diretiva 2004/39/EC do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, mais conhecida como MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), tal qual a Reg NMS, teve como objetivo a introdução de concorrência no mercado secundário de valores mobiliários. Embora com o mesmo objetivo, ambos adotaram caminhos diferentes para atingi-lo, mas, num e em outro caso, a regulação ocupou um papel preponderante na estruturação do mercado.

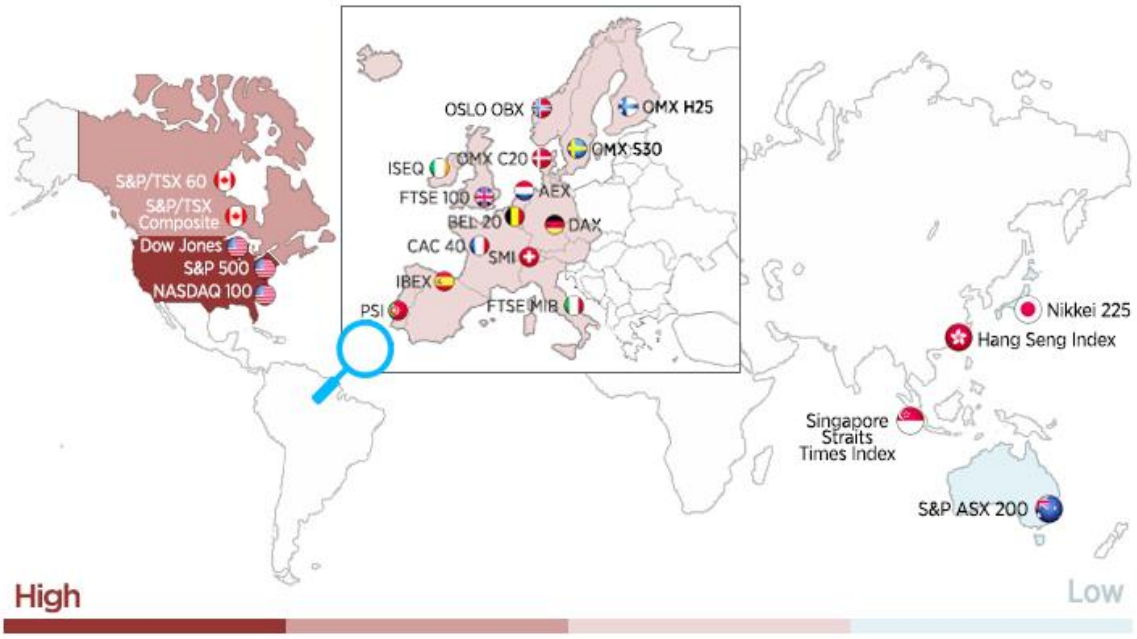
Em vigor a partir de novembro de 2007, a MiFID aboliu a denominada "regra de concentração" constante do normativo anteriormente em vigor (Diretiva de Serviços de Investimento, de 1993), segundo a qual era permitido que os membros da União Europeia estabelecessem que ordens de investidores fossem executadas apenas em mercados regulados, vale dizer, bolsas de valores[44].

A eliminação da "regra de concentração" permitiu a formação de um ambiente competitivo para sistemas de negociação outros que não as bolsas de valores, abrindo espaço para a fragmentação do mercado secundário europeu.

É bem verdade que a fragmentação na Europa não alcançou as proporções observadas nos Estados Unidos, conforme se pode constatar a partir da Figura I, mas é inegável que ela aumentou sensivelmente a partir da reforma regulatória.

[44] França, Espanha e Itália aplicavam esse dispositivo.

Figura I – Fragmentação dos Mercados Secundários em Janeiro de 2015



Fonte: Fidessa (fragmentation.fidessa.com) - Reprodução

A Figura I mostra que os Estados Unidos são o único mercado em que se pode afirmar a existência de um alto nível de fragmentação. O Canadá vem a seguir, mas com fragmentação bem menor. Na Europa, a fragmentação é apenas moderada, estando à frente de Japão e Austrália, onde há baixo nível de fragmentação[45].

Muitos fatores têm sido avaliados por acadêmicos e por participantes do mercado para justificar a diferença dos níveis de fragmentação dos mercados norte americano e europeu, a despeito da contemporaneidade das reformas regulatórias que visaram à introdução de concorrência.

Antes de avaliar a microestrutura do mercado secundário na Europa, é importante mencionar os três objetivos da regulação incorporados à MiFID:

[45] Essa classificação foi feita pela Fidessa, que, em 2008, desenvolveu um Índice de Fragmentação dos mercados que mostra o número médio de ambientes de negociação a que um intermediário precisa ter acesso para obter a melhor execução de uma ordem. Um FFI (*Fidessa Fragmentation Index*) de 1, significa que a ação ou índice de ações é negociado em um ambiente de negociação. Aumentos do índice indicam que ocorre fragmentação do Mercado. Se o índice de uma determinada ação ou índice de ações ultrapassar 2, significa que há um grande nível de fragmentação para aquele papel ou os papéis que constituem a carteira daquele índice de ações

a) Criação de um mercado único em que houvesse concorrência: reflete o objetivo da União Europeia de criação de uma área sem fronteiras internas, com livre movimento de pessoas, produtos, serviços e capitais. No âmbito dos valores mobiliários, a criação desse mercado implicou a eliminação da regra de concentração e a possibilidade de que intermediários autorizados a atuar em determinado Estado membro pudessem oferecer seus serviços em outros Estados membros, ou seja, o mútuo reconhecimento de registros/autorizações concedidos.

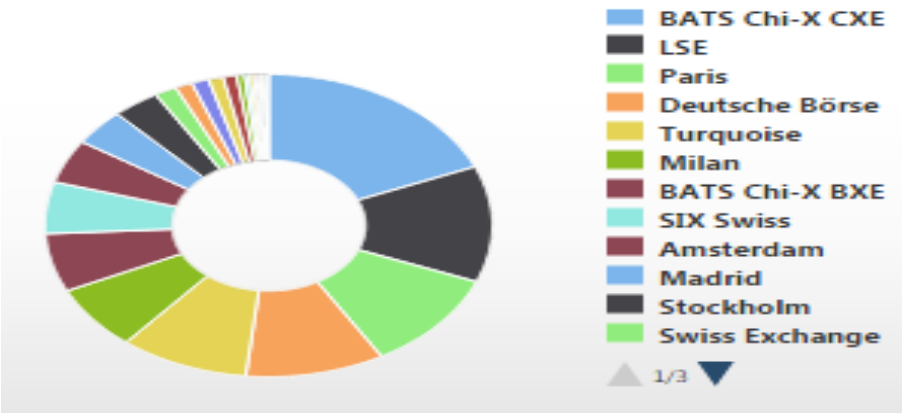
b) Proteção aos investidores: os investidores foram categorizados em investidores de varejo, investidores profissionais e institucionais. Quanto supostamente menor o conhecimento do investidor, maior a proteção a ele dirigida.

c) Harmonização da regulação entre os Estados membros: estabelecimento de requisitos para que a regulação em todos os Estados membros fosse uniforme em relação ao processo de autorização e operação dos diferentes ambientes de negociação que a Diretiva passava regular na Europa.

Nota-se que não se encontram nos objetivos da regulação argumentos para justificar a menor fragmentação do mercado europeu (em contraposição ao norte americano). A diferença na microestrutura desses mercados é comumente apontada como o fator preponderante a justificar essa variação dos níveis de fragmentação entre os dois mercados.

Gráfico II - Participação de mercado dos principais ambientes de negociação considerados transparentes Europa

(em Janeiro de 2015)



Fonte: Fidessa (Reprodução)

Tabela II – Mercado secundário na União Europeia

Mercados Regulados (*Regulated Markets*)	***Multilateral Trading Facilities***	***Systematic Internalizers***
Um "Mercado Regulado" é um sistema multilateral (i) operado e/ou administrado por um operador de mercado (ii) que permite a interação de intermediários (*investment firms*) na compra e venda de instrumentos financeiros admitidos à negociação naquele mercado de acordo com as regras por ele estabelecidas. As maiores bolsas são "mercados regulados", mas nem todas as bolsas o são. Algumas bolsas são reguladas como MTF, aos quais não se aplicam as regras de transparência.	Um MTF é um sistema multilateral operado por um intermediário ou um operador de mercado que permite a interação de intermediários na compra e venda de instrumentos financeiros de acordo com as regras por ele fixadas.	Intermediários podem ser internalizadores sistemáticos se, de maneira organizada, frequente e sistemática, executarem ordens de clientes fora dos Mercados Regulados ou de MTF. Essas transações podem ser consideradas como realizadas no mercado de balcão. Um internalizador sistemático pode ser considerado um formador de mercado que provê um mercado contínuo para negócios de varejo. Na prática, os intermediários se declaram internalizadores sistemáticos para algumas ações e roteiam a maior parte das ordens para outros ambientes.
Dark Pools: A Europa não tem, presentemente, regulação concernente aos *dark pool*. No entanto, considera-se que *dark pools* sejam sistemas que casam ordens anonimamente. Na prática, eles podem ser classificados em duas categorias: (i) *dark pools* operados por intermediários, também chamados de "*crossing networks*" e (ii) *dark pools* operados como MTF. Os "crossing networks" são ligados aos intermediários, não precisam ter regras de acesso, nem nenhum tipo de autorregulação e, sobretudo, não cumprem requisitos de transparência pré-negociação. *Dark pools* que operam como MTF são regulados, mas se beneficiam de algumas dispensas relativas à transparência pré-negociação (grandes ordens, por exemplo). Regras de melhor execução aplicam-se a ambos os casos e, visto que os intermediários devem informar negócios fechados fora de mercados regulados ou MTF, também os requisitos de transparência pós-negociação devem ser obedecidos.		

A Tabela II mostra os ambientes de negociação reconhecidos pela MiFID. Considera-se que os negócios realizados fora de “mercados regulados” ou de MTF são negócios do mercado de balcão.

Esperava-se que a concorrência gerada na Europa levasse a uma fragmentação do mercado, cujos efeitos haviam sido estudados longamente antes da edição da norma. Dessa forma, a MiFID dá ao mercado algumas ferramentas que podem minimizar o efeito deletério da fragmentação sobre a liquidez e o processo de formação de preços:

a) Transparência: ambientes de negociação devem ter regras que permitam o acesso a informações pré e pós-negociação em bases comerciais razoáveis. Embora haja uma regra geral, a transparência de dados pré-negociação varia de acordo com o tipo de ambiente. Dessa forma, “mercados regulados” estão sujeitos a maior transparência do que os internalizadores sistemáticos. Negócios realizados (transparência pós-negociação) devem ser tornados públicos em função de seu tamanho.

b) Regra de melhor execução: os intermediários devem enviar as ordens de seus clientes para execução no ambiente em que o melhor resultado possível pode ser obtido. Os critérios para a eleição desse ambiente devem ser consistentes ao longo do tempo. Para investidores de varejo a regra prevê que se deva considerar não apenas o melhor preço, mas também os custos de execução. Para investidores profissionais se pode considerar fatores como a velocidade e a probabilidade de execução na escolha do ambiente que garanta a melhor execução. É importante ressaltar que a Diretiva não obriga a utilização de modelos dinâmicos de melhor execução. Esses modelos implicam o uso de sistemas inteligentes de roteamento de ordens (SORT – *Smart Order Routing Systems*), que podem detectar o melhor ambiente para a execução de cada ordem em tempo real. A MiFID permite, portanto, o uso de modelos estáticos de melhor execução, de acordo com os quais é possível que o intermediário, utilizando critérios predeterminados, eleja o melhor ambiente para a execução das ordens, desde que faça a revisão periódica da qualidade da execução proporcionada pelo ambiente eleito.

c) Regra de tratamento de ordens: a Diretiva estabelece que uma ordem limitada não passível de execução imediata deve ser imediatamente divulgada ao mercado para possibilitar sua execução no menor tempo. Ordem limitada é aquela cujo preço é

> definido pelo investidor, ou seja, uma ordem em que o investidor manifesta sua vontade de comprar ou vender determinada ação a preço por ele estabelecido ou a preço melhor (se compra, preço menor; se venda, preço maior). Dessa forma, uma ordem limitada não passível de execução imediata é aquela cujo preço desejado pelo investidor para negociar não está sendo praticado pelo mercado. Uma ordem nessas condições fica aguardando execução, mas sua publicação aumenta a probabilidade de que ela seja executada.

É importante destacar que a Diretiva europeia não obriga a consolidação de dados pré e pós-negociação, apenas estabelecendo uma regra geral de que o acesso a esses dados deve ser fornecido em bases comerciais não discriminatórias. Aparentemente, o regulador europeu esperava que o acesso à informação pudesse facilitar a consolidação de dados por parte de prestadores de serviços que veriam uma oportunidade de negócio na consolidação de informações.

Fica claro que o regulador europeu visou a assegurar que a informação sobre e preços e negócios (transparência pré e pós-negociação) de cada ambiente de negociação estivesse à disposição do mercado de forma rápida e barata. Confiou-se nas forças de mercado para que a consolidação de dados fosse eficiente. Por outro lado, a regulação atribui ao intermediário a responsabilidade de buscar sempre as melhores condições para execução das ordens de seus clientes, com a utilização de critérios que não se restringem ao melhor preço disponível.

Tanto a regra de melhor execução quanto a de tratamento de ordens manifestam a preocupação do regulador europeu com a defesa do investidor, enquanto a consolidação de informações trata a questão da transparência. Conquanto reconhecidamente elaboradas visando ao aumento da concorrência no mercado europeu, tais regras parecem não ter surtido os efeitos desejados e, no mínimo, têm sido alvo de algumas críticas quanto à sua eficácia.

De fato, em 2011, a Comissão Europeia decidiu-se por uma proposta de revisão da MiFID. A proposta, na forma de uma Diretiva revisada e de uma nova regulação, é comumente denominada MiFID II e considera não apenas os desenvolvimentos da negociação desde a implementação da MiFID (o que inclui os recentes avanços tecnológicos e algumas lacunas em termos de transparência tanto para investidores quanto para os reguladores), como também é uma resposta às crises financeiras que atingiram os mercados após 2007, ano da

implementação da MiFID.

Votada em abril de 2014 pelo Parlamento Europeu, a MiFID II entrará em vigor a partir de 3 de janeiro de 2017. As reformas são muitas e de grandes proporções, motivo pelo qual 2015 e 2016 serão anos de intensa preparação dos países membros da União Europeia com vistas a viabilizar a sua implementação.

Além da MiFID II, também em janeiro de 2017 passarão a ser aplicáveis ao mercado as disposições do MiFIR – *Markets in Financial Instrumentos Regulation*[46]. Enquanto Diretiva, a MiFID II precisa ser transposta para a legislação de cada país membro até julho de 2016. O MiFIR, por sua vez, tem aplicação direta porque é um regulamento.

No que tange ao âmbito deste trabalho, a MiFID II traz importantes alterações quanto à estrutura do mercado, transparência e regras de conduta que devem ser objeto de reflexão. É fundamental destacar, no entanto, que a MiFID II é muito abrangente quanto à introdução de reformas no arcabouço regulatório. A despeito da sua importância, tais alterações não serão objeto deste trabalho porque não têm relação direta com a questão da fragmentação do mercado secundário de ações.

Como anteriormente dito, os *dark pools* não são reconhecidos pela legislação europeia e a MiFID II não alterará essa situação. Entretanto, a MiFID permitiu uma série de exceções à regra de transparência no mercado de ações europeu e foram essas exceções que possibilitaram o crescimento dos *dark pools* na Europa.

A regra de transparência da MiFID admite as seguintes exceções:

a) Sistemas de preços de referência: sistemas em que o preço é determinado tendo como referência um preço gerado por outro sistema que o torna público. Adicionalmente, o preço de referência tem de ser considerado confiável pelos participantes de mercado.

b) Sistemas que formalizam negociações dentro do *spread* constante do livro de ordens ou do provedor de mercado daquela ação, ou a ação não seja negociada continuamente ou, ainda, que a negociação seja submetida a condições específicas, como, por exemplo, para satisfazer estratégias de preço médio ponderado pelo

[46] *Regulation (EU) Nº 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) Nº 648/2012*. Em Portugal, RMIF – Regulamento dos Instrumentos de Mercados Financeiros.

volume negociado.

c) Ferramentas de gerenciamento de ordens: ordens sujeitas a gerenciamento por um sistema mantido por um “mercado regulado” ou por um MTF.

d) Negócios de volume elevado: uma ordem será considerada de volume elevado se for igual ou maior que o parâmetro fixado na regulação de implementação da MiFID, conforme Tabela III abaixo, constante do Regulamento CE nº 1287/2006, da Comissão das Comunidades Europeias.

Tabela III - Ordens de volume elevado relativamente ao volume normal de mercado

(em euros)

Categoria em termos de volume médio diário de transações (VMDT)	VMDT < 500.000	500.000 ≤ VMDT < 1.000.000	1.000.000 ≤ VMDT < 25.000.000	25.000.000 ≤ VMDT < 50.000.000	VMDT ≥ 50.000.000
Dimensão mínima da ordem que se classifica como de volume elevado, em comparação com o volume normal de mercado	50.000	100.000	250.000	400.000	500.000

A MiFID II estabelecerá limites para as dispensas dadas à regra de transparência. Negócios feitos ao preço de referência ou transações feitas dentro do *spread* do livro de ordens não poderão exceder a 8% do total negociado de uma ação em todos os ambientes de negociação em que aquela ação seja negociada. Adicionalmente, haverá um limite de 4% para uso das dispensas em cada ambiente de negociação em particular. Isso significa que nenhum *dark pool* poderá negociar mais do que 4% do volume por ação e que, no máximo, 8% do volume total negociado de determinada ação poderá ser feito em *dark pools*.

Ao longo de 2015 e 2016, a ESMA – *European Securities and Markets Authority* – deverá divulgar mais detalhes acerca da aplicação dessas regras, inclusive no que tange à responsabilização pela sua aplicação.

Ainda no âmbito da transparência, a MiFID II trouxe muitas alterações relativas à divulgação de informações, partindo da constatação de que a qualidade e disponibilidade

de informações precisavam ser aprimoradas na Europa. Assim, a Diretiva revisada prevê:

a) Fita consolidada: a partir de 2017 deverá haver uma fita consolidada de negócios efetuados com ações, recibos de depósito, fundos de ações negociados em bolsa (ETF – *Exchange Traded Funds*), certificados e outros instrumentos financeiros similares. A informação consolidada deverá ser disponibilizada gratuitamente 15 minutos após a sua publicação.

b) Provedores de fita consolidada (CTP – *Consolidated Tape Providers*): a fita consolidada deverá ser fornecida por instituições autorizadas. Para receber a autorização, tais instituições deverão cumprir requisitos organizacionais e deverão prover a informação em bases comerciais razoáveis. Poderá haver múltiplos consolidadores, mas o modelo será revisto após sua entrada em operação se considerado insatisfatório, podendo haver uma migração para o modelo de único consolidador.

c) Publicação de dados por terceiros (APA – *Approved Publication Arrangements*): a MiFID já permite que relatórios de negócios sejam publicados por ambientes de negociação ou por terceiros. A MiFID II requer que os terceiros que publiquem esses relatórios atendam a alguns requisitos organizacionais para serem autorizados como APA.

Dentre as alterações realizadas no âmbito das regras de conduta, uma se destaca: trata-se da regra relacionada à melhor execução. A MiFID II não alterou a regra de acordo com a qual a responsabilidade pela melhor execução compete ao intermediário, no entanto, a nova Diretiva aumenta a informação fornecida pelo intermediário para comprovação da melhor execução e estabelece que o intermediário não pode receber nenhuma remuneração, desconto ou benefício não-monetário para direcionar as ordens de seus clientes para uma determinada plataforma. Os ambientes de negociação terão de publicar anualmente (no mínimo) informações acerca da qualidade da execução lá ocorrida e os intermediários terão de informar seus clientes onde realizaram os negócios por eles comandados. Na realidade, serão exigidos detalhes acerca da execução nos 5 principais ambientes de negociação para cada uma das principais categorias de instrumentos financeiros em que o intermediário atue. Dessa forma, os intermediários deverão desenvolver sistemas para publicar informações acerca dos ambientes que utilizem.

Sempre com o objetivo de assegurar a qualidade e a integridade do mercado, a MiFID II introduziu algumas regras relativas aos negociadores de alta frequência ou HFT – *High Frequency Trading*, como são conhecidos. Esses participantes ganharam relevância nos últimos anos em todos os mercados não apenas porque sua participação relativa aumentou substancialmente, mas também porque algumas das estratégias por eles utilizadas passaram a ser apontadas como práticas com potencial para afetar a integridade dos mercados em que atuam.

A MiFID II define as negociações de alta frequência como um subconjunto da denominada negociação por algoritmos ou negociação algorítmica (*algorithmic trading*). Essa última é definida da seguinte forma:

> "negociação em instrumentos financeiros, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana. Esta definição não inclui qualquer sistema utilizado apenas para fins de encaminhamento de ordens para uma ou mais plataformas de negociação, para o processamento de ordens que não envolvam a determinação de parâmetros de negociação ou para a confirmação das ordens ou o processamento pós-negociação das transações executadas;"[47]

Em seguida a MiFID II conceitua "técnica de negociação algorítmica de alta frequência" como sendo uma técnica de negociação algorítmica caracterizada por:

a) "Uma infraestrutura destinada a minimizar a latência de rede e de outros tipos, incluindo pelo menos um dos seguintes sistemas para a entrada de ordens algorítmicas: partilha de instalações (*co-location*), alojamento de proximidade ou acesso eletrônico direto de alta velocidade;

b) A determinação pelo sistema da abertura, geração, encaminhamento ou execução de ordens sem intervenção humana para as transações ou ordens individuais; e

[47] MiFID II – artigo 4º, (1) (39)

c) Elevadas taxas de mensagens intradiárias constituídas por ordens, ofertas de preços ou cancelamentos;"[48]

É perceptível a abstração de alguns conceitos propostos pela MiFID II. Por conta dessa abstração, a Comissão Europeia solicitou à ESMA uma consultoria técnica para o desenvolvimento de conteúdo/esclarecimento de uma série de disposições da Diretiva.

O Relatório Final com o conteúdo solicitado pela Comissão Europeia foi publicado pela ESMA em dezembro de 2014. A respeito das negociações de alta frequência, por exemplo, e para que fique claro o objeto do mandato conferido à ESMA, o Relatório traz três opções para a identificação do que poderá vir a ser considerada uma "elevada taxa de mensagens intradiárias".

A ESMA sugere que a Comissão adote uma das seguintes opções:

a) Patamar absoluto por instrumento: um participante seria considerado como tendo uma elevada taxa de mensagens intradiárias se o número médio de mensagens enviadas por dia em que há negociação para qualquer ativo líquido negociado em um ambiente fosse superior a duas mensagens por segundo.

b) Patamar absoluto por ambiente de negociação e por instrumento: um participante que submeta na média ao menos quatro mensagens por segundo considerando-se todos os instrumentos negociados naquele ambiente ou duas mensagens por segundo considerando-se cada ativo negociado seria classificado como tendo elevada taxa de mensagens intradiárias.

c) Patamar relativo: um membro seria considerado como tendo elevada taxa de mensagens intradiárias se sua média diária de mensagens de ordens modificadas ou canceladas ficar acima da média de todas as mensagens de ordens modificadas ou canceladas enviadas por todos os participantes de um determinado ambiente de negociação.

Independentemente da opção feita pela Comissão Europeia, a ESMA aconselha que para a identificação de negociadores de alta frequência sejam considerados apenas os negócios realizados para a carteira própria do participante, ou seja, que sejam excluídas as ordens

[48] MiFID II – artigo 4º, (1) (40)

originadas por clientes.

Em relação aos negociadores de alta frequência (HFT), a MiFID II ainda estabelece que todos aqueles que sejam assim classificados sejam autorizados nos termos da Diretiva. Além disso, os HFT que se utilizem de estratégias de formação de mercado em ambientes de negociação deverão celebrar contratos com os respectivos ambientes para assegurar que o provimento de liquidez se dê de maneira consistente.

Os ambientes de negociação deverão, considerando o número de negócios realizados, estabelecer limite quantitativo de mensagens que podem ser enviadas por cada participante. Excesso de mensagens deverá ser penalizado pecuniariamente pelo ambiente de negociação. Haverá controles sobre os valores estabelecidos como punição para assegurar que haja transparência e que os valores não sejam discriminatórios de nenhuma maneira.

Por fim, ainda quanto à atividade dos HFT, serão estabelecidas as variações mínimas de apregoação para ações e outros instrumentos financeiros similares, de forma a harmonizar esse parâmetro em todos os ambientes de negociação. Trata-se de medida muito importante para evitar que em razão de alterações insignificantes nos valores das ofertas alterem a ordem de execução, beneficiando os HFT em detrimento dos demais investidores.

Essas medidas explicitam a preocupação da União Europeia com os efeitos que a atuação dos HFT pode ter sobre a higidez e integridade do mercado. Regular e controlar a atividade dos HFT pareceu ser uma opção mais efetiva do que simplesmente impedir a sua atuação. Vale ressaltar que os negociadores de alta frequência são grandes beneficiários da fragmentação do mercado na medida em que se utilizam de estratégias de arbitragem de preços entre os mercados para auferir lucros. Conquanto a atuação dos HFT não esteja limitada a mercados fragmentados, é natural que a maior fragmentação do mercado faça aumentar o número de participantes envolvidos em estratégias de negociação de alta frequência.

Diversamente do que ocorre nos Estados Unidos da América, onde a pós-negociação é uma atividade fundamentalmente concentrada, a União Europeia apresenta muita fragmentação nessa atividade, inclusive na chamada zona do Euro. Isso ocorre porque as estruturas de pós-negociação (compensação e liquidação) foram configuradas para atendimento das necessidades locais dos países em que estão instaladas.

Antes da MiFID, sete câmaras de compensação atuavam na zona do Euro. Com a

implantação da MiFID, duas novas câmaras passaram a operar como contrapartes centrais (CCP – *Central Counterparties*) legalmente registradas na zona do Euro. A devida noção da fragmentação da pós-negociação na Europa, no entanto, só pode ser alcançada com a inclusão das câmaras localizadas no Reino Unido e na Suiça, por exemplo, o que faz com que o número facilmente ultrapasse uma dezena de instituições em operação.

Se o número de CCP é grande, ainda maior é o número depositários centrais. Em 2011, havia vinte e cinco depositários centrais (CSD – *Central Securities Depositories*) em operação apenas na zona do Euro, vinte e três das quais habilitadas para a entrega de valores mobiliários ao Eurosystem[49] como garantias para operações de crédito em bancos centrais.

Conquanto a questão tenha sido uma das mais controversas durante as discussões que precederam a MiFID II e o MiFIR, a Comissão Europeia incluiu no texto deste último o acesso obrigatório e em bases não discriminatórias às contrapartes centrais e ambientes de negociação. Como decorrência, atendidos seus requisitos técnicos e operacionais (inclusive de gestão de risco), as contrapartes centrais deverão fazer a compensação de transações executadas em diferentes ambientes de negociação em bases não discriminatórias e com transparência, inclusive no que diz respeito ao requerimento de margens de garantia e tarifas. Em contrapartida, os ambientes de negociação devem fornecer às contrapartes centrais informações sobre os negócios realizados nas mesmas bases não discriminatórias e com transparência.

O MiFIR estabelece que o acesso à uma contraparte central deve ser solicitado pelo requerente diretamente à câmara. O Regulamento também determina os prazos para que o requerido defira ou indefira o pedido, bem como viabilize o acesso efetivo aos seus sistemas.

Ficou a cargo da ESMA a elaboração de projetos de normas técnicas que especifiquem as condições em que um pedido de acesso pode ser recusado por uma contraparte central, considerando a criação de grau indevido de risco. Também está sob a responsabilidade da ESMA estabelecer as condições em que o acesso deve ser autorizado pela contraparte central, dentre as quais a confidencialidade das informações recebidas, as contraprestações

[49] O Eurosystem é a autoridade monetária da zona do Euro, abrangendo o Banco Central Europeu e os Bancos Centrais dos países que adotaram o Euro como moeda. Seus objetivos são a proteção da estabilidade financeira e a promoção da integração financeira na Europa.

a serem exigidas, margens e garantias, bem como eventuais condições em que a concessão de acesso ameaça o funcionamento correto e ordenado do mercado ou gera risco sistêmico. A entrega do projeto pela ESMA à Comissão Europeia deverá ser realizada até meados de 2015.

Quanto aos depositários centrais, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia publicaram, em julho de 2014, o Regulamento (EU) nº 909/2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSD).

O Regulamento é fruto da constatação de que a fragmentação em termos de serviços de depositários centrais na Europa cria entraves às liquidações transfronteiriças, gerando riscos e custos adicionais. O Regulamento também reconhece a relevância sistêmica dos depositários e pretende fomentar a concorrência entre eles para permitir que os participantes possam escolher o depositário que queiram utilizar. Para tanto, é necessário que haja uma harmonização da legislação europeia, eliminando-se a possibilidade de que normas de aplicação interna possam prejudicar a livre concorrência entre os depositários.

Dentre as disposições do mencionado Regulamento estão uniformização de regras para concessão de autorização, transparência de preços, aceitação de participantes e interoperabilidade com outro depositário central, tratamento de falhas e de prazos para a liquidação das operações com valores mobiliários negociados em ambientes de negociação. No que diz respeito ao prazo, por exemplo, o Regulamento que ele seja de dois dias úteis após o negócio (D+2). A ESMA deverá desenvolver estudos técnicos e apresentar, até meados de 2015, projeto para a regulamentação do conteúdo da norma.

3.3 Breve comparação entre os mercados norte americano e europeu

Os mercados norte americano e europeu estão estruturados de maneira distinta. Contudo, as estruturas existentes em ambos têm em comum o fato de terem sido enormemente influenciadas pela regulação adotada. As reformas mais importantes foram feitas na última década e são praticamente contemporâneas.

Como visto, o aumento da concorrência em ambos os mercados foi o propulsor das alterações na regulação. Todavia, a forma eleita por cada regulador para fazê-lo levou a

importantes diferenças nos resultados alcançados.

Tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, os reguladores reconhecem a necessidade de constante avaliação do desempenho dos mercados secundários. De fato, a regulação desses mercados é vista como uma tarefa em constante desenvolvimento, na medida em que os mercados não são estáticos. A recente regulação europeia comprova empiricamente essa assertiva.

Tabela IV – Características selecionadas dos mercados secundários norte-americano e europeu

	Estados Unidos	**Europa**
Ambientes de negociação admitidos	- Bolsas - Sistemas Alternativos de Negociação (ATS) - Internalização de Ordens	- Mercados Regulados (Bolsas) - Ambientes de Negociação Multilateral (MTF) - Internalizadores Sistemáticos
Opacidade na negociação	Admitida	Admitida
Negociação em múltiplos ambientes	Incentivada	Incentivada
Consolidação de dados pré-negociação	Obrigatória para os ambientes com transparência. Sistema oficial de consolidação.	Obrigatoriedade de disponibilização de informações pelas plataformas com transparência. O serviço é prestado por agentes de mercado especializados.
Consolidação de dados pós-negociação	Obrigatória, por meio de um sistema oficial de consolidação.	Obrigatoriedade de disponibilização de informações. A MiFID II obriga a existência de consolidadores oficiais.
Melhor execução	Regra de proteção de ordens. O negócio deve ser executado ao melhor preço disponível.	Obrigação do intermediário. Vários fatores podem influenciar a escolha do ambiente de execução (preço, velocidade, probabilidade de execução etc)
Roteamento	Obrigatório para permitir a melhor execução.	Facultativo
Pós-negociação	Concentrada na compensação e liquidação e nos serviços de depositário central.	Fragmentada na compensação e liquidação e nos serviços de depositário central.

4. EFEITOS DA FRAGMENTAÇÃO

Reguladores e acadêmicos têm mostrado grande interesse pelo estudo dos efeitos da fragmentação sobre a qualidade do mercado. Alta liquidez, baixo custo de transação e eficiente processo de formação de preços parecem ser os mais importantes dentre os indicadores de qualidade do mercado. A transparência, todavia, tem sido cada vez mais considerada entre esses indicadores como um fator adicional para aferição da qualidade do mercado.

4.1 Liquidez

Liquidez é a capacidade de negociar um valor mobiliário sem afetar significativamente o seu preço. A maior parte dos estudos empíricos conclui que a concorrência entre ambientes de negociação gera um aumento da liquidez geral do mercado.

O estudo conduzido por Michael Chlistalla e Marco Lutat[50], em 2010, avaliou as consequências sobre a liquidez das ações que compõem o índice CAC-40 (mais importante índice de ações da bolsa francesa) na Euronext Paris, após a entrada no mercado da Chi-X.

As ações componentes do índice foram divididas em grupos homogêneos de acordo com sua negociabilidade. Os resultados obtidos mostram que para as ações em que há mais negócios, a entrada de um novo competidor no mercado gera um significativo estímulo na liquidez, embora o mesmo não ocorra para as ações menos negociadas. Os autores observaram intensa atividade dos investidores no mercado iniciante, bem como uma disposição da Chi-X em concentrar suas atividades nas ações mais líquidas do índice, o que pode ser uma explicação para o aumento de liquidez estar concentrado naquelas ações.

O trabalho elaborado em 2011 por Maureen O'Hara e Mao Ye[51], estuda a fragmentação no mercado norte-americano e conclui que tanto para as ações cuja negociação é pouco fragmentada quanto para aquelas em que é muito fragmentada, não há prejuízos para a liquidez e, ao contrário, foram observados reduções dos spreads e aumento na velocidade

---

[50] Chlistalla, Michael. Lutat, Marco. Competition in Securities Markets: The Impact on Liquidity (1º de Junho de 2010). Financial Markets and Portfolio Management, 25 (2), pp. 149-172, Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=1747645 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1747645

[51] O'Hara, Maureen. Ye, Mao. Is Market Fragmentation Harming Market Quality? (10 de março de 2009) Disponível em SSRN:http://ssrn.com/abstract=1356839 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1356839

de execução, com maiores benefícios para as ações de companhias menores[52]. Os autores ressalvam, entretanto, que devido à regra de proteção de ordens, à ampla utilização de roteadores e à fita consolidada, o mercado norte-americano é virtualmente consolidado, embora seja geograficamente fragmentado. Essa característica não pode ser negligenciada quando do estudo do mercado e pode explicar o motivo de os benefícios da concorrência prevalecerem sobre os efeitos negativos da perda da consolidação.

Em seu estudo sobre a liquidez de mercado[53], Vincent van Kervel, do Departamento de Finanças da Universidade de Tilburg, nos Países Baixos, mostra que a liquidez constante dos livros de ofertas dos ambientes fragmentados pode ser superestimada na medida em que muitos negociadores de alta frequência (HFT) atuam como formadores de mercado que podem enviar suas ordens a vários ambientes para aumentar a probabilidade de execução. Consequentemente, uma vez que o negócio é realizado, eles rapidamente cancelam as ordens não cumpridas nos demais ambientes, o que faz com que um negócio leve a uma série de cancelamentos de outras ordens, reduzindo a liquidez em todos os outros ambientes.

O autor ressalta que quanto mais investidores utilizam-se da tecnologia de roteamento de ordens, acessando múltiplos ambientes simultaneamente, menor é a taxa de cancelamento das ordens, pois nessas condições se reduz o incentivo a que os formadores de mercado dupliquem suas ordens. Sua premissa é a de que os formadores de mercado fornecem liquidez com ordens limitadas, enquanto os tomadores de liquidez utilizam ordens a mercado.

De acordo com Van Kervel, os custos decorrentes da seleção adversa (assimetria informacional) são maiores para o formador de mercado quando sua oferta é executada contra a oferta de um investidor que tem acesso a um sistema de roteamento de ordens. Isso ocorre porque a oferta do investidor que roteia suas ordens pode ser o resultado de um negócio executado antes em outro ambiente e, como consequência, os negócios podem ser maiores e embutirem um maior volume de informações. Assim, se poucos investidores se utilizam do roteamento, os custos decorrentes da seleção adversa são menores para os formadores de mercado, aumentando o incentivo a que ele duplique ordens.

---

[52] Resultados semelhantes foram encontrados por Carole Gresse (Professeur na Université Paris-Dauphine), em seu estudo "Market fragmentation in Europe: assessment and prospects for market quality", projeto encomendado pelo governo do Reino Unido em 2012.

[53] Kervel, Vincent van. Liquidity: What you see is what you get?, Department of Finance, Tilburg University, TILEC, CentER (http://www.rsm.nl/fileadmin/home/Department_of_Finance__VG5_/LQ5/VanKervel.pdf)

4.2 Formação de preços

Uma das grandes discussões no âmbito da fragmentação de mercado se dá quanto à eficiência da formação de preços, em face de parte significativa do volume ser negociada em ambientes opacos.

Edward Eng, Ronald Frank e Esmeralda Lyn[54] afirmam que *dark pools* se beneficiam gratuitamente do processo de formação de preços ocorrido nos ambientes de negociação com transparência. Os autores acrescentam que isso pode não ser um problema para o mercado das ações com grande liquidez, mas se um mercado pouco líquido perde 20% de seu volume, isso certamente o afeta. Tais assertivas mostram o quão difícil pode ser a tarefa de regular o funcionamento dos ambientes opacos.

Dois trabalhos recentemente publicados merecem uma avaliação mais aprofundada. O primeiro, de autoria de Haoxiang Zhu[55], analisa o processo de formação de preços em *dark pools*. O autor afirma que investidores com informação[56] tendem a negociar no mesmo lado (ou compram ou vendem uma ação, não compram e vendem ao mesmo tempo) e enfrentam alto risco de execução nos ambientes opacos (nos mercado opacos não se garante a execução porque não há formadores de mercado) se comparados ao investidores sem informação. Por esse motivo, investidores com informação tendem a negociar em bolsas, enquanto investidores sem informação são atraídos para mercados opacos.

No entanto, Zhu conclui que sob condições naturais, o acréscimo de um ambiente opaco à estrutura do mercado melhora o processo de formação de preços. Isso ocorre porque o alto risco de execução nos ambientes opacos faz com que os investidores com informação procurem as bolsas e o fato de os investidores sem informação darem preferência aos mercados opacos, retira o chamado "ruído" (ofertas de compra e venda dos investidores sem informação) tanto da oferta quanto da demanda na bolsa, beneficiando o processo de

---

[54] Eng, Edward M.; Frank C.F.A., Ronald; and Lyn Ph.D., Esmeralda O. (2013) "Finding Best Execution in the Dark: Market Fragmentation and the Rise of Dark Pools," *Journal of International Business and Law*: Vol. 12: Iss. 1, Article 4. Available at: http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/jibl/vol12/iss1/4

[55] Zhu, Haoxiang, Do Dark Pools Harm Price Discovery?, MIT Sloan School of Management, disponível em http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf

[56] Em teoria das finanças se separa os investidores em duas grandes categorias: investidores com informação (*informed*) e sem informação (*uninformed*). Na primeira estão os investidores que supostamente entendem os fundamentos do mercado e calculam os valores dos ativos utilizando instrumentos tais como a taxa de juros, os dividendos pagos etc, ou seja, agem com base em informação especializada. Os investidores sem informação, por outro lado, são aqueles que negociam por motivos os mais diversos, por exemplo, porque precisa de dinheiro, ou porque acredita ter uma informação, ou baseado em tendências de mercado. Os investidores de varejo e os pequenos especuladores estão na categoria dos investidores sem informação.

formação de preços. Em outras palavras, a existência de um ambiente opaco que capture as ordens de investidores sem informação melhora o processo de formação de preços porque dele passam a participar preferencialmente as ordens dos investidores com informação.

Adicionalmente, os ambientes opacos tem um papel importante, segundo o autor, na negociação de grandes lotes. O fato de uma grande ordem poder ser executada sem ser revelada para o mercado traz benefícios na medida em que evita a negociação predatória contra o investidor que queira negociar o grande lote. Esse efeito é reconhecido pelos participantes do mercado e pelos reguladores.

Uma das ressalvas feitas pelo autor está relacionada à liquidez. Segundo Zhu, a melhoria da eficiência na formação de preços não precisa coincidir com uma maior liquidez. Na realidade, se ordens de investidores com informação são direcionadas para as bolsas, aumenta o custo da seleção adversa nesse ambiente, o que leva ao alargamento de *spreads*. É importante ressaltar que o modelo de Zhu não impõe que um investidor com informação utilize um único ambiente de negociação, mas assume que esse investidor possa usar ambientes com e sem transparência.

O estudo de Carole Comerton-Forde e Tālis J. Putniņš sobre opacidade na negociação e formação de preços[57], publicado em janeiro de 2015, mostra que altos níveis de negociação em ambientes opacos aumentam o risco da seleção adversa nos ambientes transparentes em razão da concentração de investidores com informação nesses mercados. Os autores concluem que baixos níveis de atividade nos ambientes opacos podem ser benéficos para o processo de formação de preços (confirmando as conclusões de Zhu), ao passo que altos níveis são definitivamente prejudiciais.

Utilizando o modelo desenvolvido, os autores chegaram ao limite de 10% do volume total transacionado para que o uso de ambientes opacos não prejudique o processo de formação de preços e chamam atenção para os limites fixados pela MiFID II (na Europa, a negociação sem transparência estará limitada a 4% por ambiente e 8% considerando-se todos os ambientes), afirmando que os limites estabelecidos podem vir a ter consequências não desejadas.

Quanto aos grandes lotes, os autores não encontraram evidências de que sua negociação

[57] Comerton-Forde, Carole e Putnins, Talis J. *Dark Trading and Price Discovery* (6 de Janeiro de 2015) Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=2183392 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2183392

em ambiente opaco possa prejudicar a formação de preços. Na realidade, eles assinalam que esse mercado tem características específicas e que a negociação de grandes lotes fora dos ambientes com transparência pode evitar distorções temporárias que podem ser causadas caso a negociação ocorra no ambiente transparente.

4.3 Custos de transação

Bid-ask spread é a expressão consagrada pelo mercado para designar a diferença entre o maior preço que um comprador está disposto a pagar por um ativo (*bid price*) e o menor preço pelo qual um vendedor está disposto a vende-lo (*ask price*). Em termos gerais, essa diferença pode ser considerada como o custo de transação para executar uma ordem.

Examinando a influência da negociação em ambientes opacos sobre a qualidade de mercado, Frank Hatheway, Amy Kwan e Hui Zheng[58], em recente estudo publicado em novembro de 2014, concluem que as transações nesses ambientes são menos informadas (no sentido de que provenientes de ordens de investidores sem informação) e que os efeitos dessa segmentação de ordens são prejudiciais à qualidade do mercado à medida que deixa uma parte desproporcional de ordens de investidores com informação nos mercados transparentes, o que leva a um desincentivo dos provedores de liquidez de negociarem nesses mercados.

Os autores concluíram que o acréscimo nos *spreads* verificado nos ambientes transparentes é uma compensação paga aos provedores de liquidez por negociarem contra investidores com informação. Dessa forma, a fragmentação nos ambientes opacos foi associada pelos autores ao aumento dos custos de transação e a redução da eficiência na formação de preços. Os resultados do estudo mostram que um aumento de 10% na participação de mercado dos ambientes opacos está associado à elevação de 5,4% dos custos de transação para as ações constantes da amostra utilizada no estudo, o qual permitiu concluir, ainda, que esse aumento nos custos de transação é duas vezes maior para as ações de companhias de médio porte.

Os autores ressaltam, contudo, que seus resultados apontaram que a negociação de grandes

[58] Hatheway, Frank. Kwan, Amy. Zheng, Hui. An Empirical Analysis of Market Segmentation on US Equities Markets (15 de Novembro de 2014). Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=2275101 ou rhttp://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2275101

lotes em ambiente opaco não afeta a qualidade do mercado, o que é consistente, segundo eles, com o descrito na literatura e com a decisão da União Europeia de excluir a negociação dos grande lotes dos limites para negociação em ambiente sem transparência. No mesmo estudo, os autores concluíram que não há evidências de que a negociação de ações de companhias pequenas em ambientes opacos seja prejudicial ao mercado.

4.4 Transparência

De acordo com o Conselho de Reguladores de Valores Mobiliários das Américas - COSRA (*Council of Securities Regulators of the Americas*), transparência pode ser definida como "o nível de publicidade dado à informação relacionada às cotações de valores mobiliários, os preços dos negócios realizados, e o volume desses negócios"[59].

Transparência[60] tem duas componentes igualmente importantes:

a) Transparência pré-negociação: relativa aos livros de ordens (ofertas de compra e venda e profundidade, por exemplo).

b) Transparência pós-negociação: relativa aos negócios efetivamente realizados (horários, preços, quantidades negociadas).

A transparência pré-negociação é útil na tomada de decisão do investidor (onde e quando negociar) e para a escolha, pelo intermediário, do ambiente com as melhores condições de execução. Trata-se de instrumento para redução da assimetria informacional existente entre os diversos tipos de investidor (varejo, qualificado, formador de mercado) antes da negociação.

Por outro lado, a transparência pós-negociação é fundamental no processo decisório do investidor (confiabilidade das cotações e qualidade dos mercados), para fins de verificação da obrigação de melhor execução pelo intermediário e para o processo de supervisão dos reguladores. Sua função é disseminar informações sobre outros negócios.

A relação entre transparência e fragmentação tem sido minuciosamente estudada por reguladores e por acadêmicos. Embora um alto nível de transparência sempre seja

[59] Princípios do COSRA para a Transparência da Negociação, disponíveis em http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/transp-e.asp

[60] Destaque-se, a título de esclarecimento, que inexiste debate acerca da divulgação das identidades dos comitentes das operações. No Brasil, a informação é protegida pela Lei Complementar nº 105/2001.

desejável do ponto de vista do regulador, a fragmentação do mercado passou a ser mais significativa a partir da introdução de ambientes com alto nível de opacidade na negociação: os *dark pools*.

Os vários estudos sobre o tema algumas vezes levam a conclusões distintas sobre essa delicada relação tão relevante para os participantes do mercado e para os reguladores. Trata-se, todavia, de avaliação fundamental para fundamentar uma proposta de regulação para o mercado secundário com vistas à introdução da concorrência no mercado brasileiro.

Um influente estudo sobre o impacto da negociação em ambientes opacos e da fragmentação em ambientes com transparência sobre a qualidade de mercado (Degryse, de Jong e van Kervel, 2014), concluiu que a fragmentação produz resultados diferentes sobre a liquidez de mercado se a negociação ocorre em ambiente transparente ou opaco.

Os resultados do estudo empírico[61] realizado com ações no mercado holandês mostram que a transparência pré-negociação desempenha um papel fundamental para melhoria da qualidade do mercado, uma vez que ocorre aumento da liquidez em ambientes transparentes considerados em conjunto, embora reduza sensivelmente a liquidez no mercado tradicional. Segundo os autores, os "benefícios da fragmentação não são aproveitados pelos investidores que escolham enviar suas ordens apenas para os mercados tradicionais"[62]. Os autores também concluem que parece haver um nível ótimo de fragmentação em mercados transparentes, a partir do qual os ganhos na liquidez começariam a ser decrescentes. Adicionalmente, eles fazem uma diferenciação dos efeitos benéficos da fragmentação com transparência sobre as ações considerando o tamanho do emissor. Eles concluem que tais efeitos são mais sensíveis para as ações das maiores companhias, embora as ações das demais companhias também sejam beneficiadas por esse tipo de fragmentação (com transparência).

Por outro lado, os resultados do estudo mostram que a fragmentação com opacidade gera efeitos deletérios sobre a liquidez do mercado. De acordo com os autores, que são cautelosos quanto às afirmações sobre as causas do efeito verificado, fragmentação em ambientes opacos reduz a liquidez do mercado. Eles afirmam que não ocorre uma mera

---

[61] Degryse, Hans. De Jong, Frank. Van Kervel, Vincent. The Impacto of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Qualitu (1º de Janeiro de 2014). Review of Finance; CentER. Discussion Paper Series nº 2011-069; European Banking Center Discussion Paper º 2011-016. Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=1816434 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1816434

[62] Op. cit. p. 01

migração da liquidez do mercado transparente para o mercado opaco, mas que existe uma redução da liquidez geral em razão da existência desses mercados opacos.

Segundo os autores, um ambiente opaco atrai relativamente mais ordens dos investidores sem informação, deixando os ambientes transparentes para os investidores com informação, que tendem a operar do mesmo lado do livro (só comprando ou só vendendo), o que prejudica a liquidez do mercado.

Os resultados de Degryse, de Jong e van Kervel são compatíveis com outros estudos conduzidos sobre o mesmo tema, os quais mostraram que a fragmentação tende a aumentar a liquidez. Os autores, no entanto, avançaram ao distinguir os efeitos da fragmentação com e sem transparência, o que se mostrou absolutamente relevante, visto que os efeitos são aparentemente opostos.

4.5 Fragmentação e qualidade do mercado

Os mais recentes estudos que relacionam a fragmentação à qualidade do mercado apontam que os efeitos da fragmentação variam em função da transparência ou opacidade dos mercados fragmentados.

Embora muitos trabalhos apontem que a fragmentação tem efeitos positivos sobre os mercados, começam a surgir estudos que distinguem esses efeitos para os mercados sem transparência, apontando que a ausência de transparência pré-negociação piora a qualidade do mercado.

A exceção parece ser a negociação de grandes lotes que mesmo realizada em mercados sem transparência pré-negociação não tem se mostrado, ao menos nos estudos, prejudicial à qualidade do mercado.

5. CONCORRÊNCIA NO MERCADO ORGANIZADO DE BOLSA

Desde 2007, quando foi publicada a Instrução CVM nº 461/2007[63], tem havido uma única entidade administradora do mercado de bolsa para negociação de ações no Brasil. Essa realidade, que a bem de verdade precede em alguns anos a mencionada Instrução[64], faz com que o Brasil seja um dos poucos mercados secundários relevantes de ações a funcionar como um monopólio, haja vista a presença de um único ofertante do serviço. Não se discute, todavia, a inexistência de impedimentos legais a que competidores venham a se constituir no Brasil.

Considerando a Instrução CVM nº 461/2007 como um marco, a despeito da possibilidade de concorrência, é certo que ela não se concretizou no mercado brasileiro, situação que pode ter fundamentos normativos ou fáticos. Antes de proceder à análise normativa é importante sintetizar a estrutura do mercado secundário de ações no Brasil.

O Capítulo 2 apresentou uma descrição do funcionamento do mercado secundário de ações no Brasil, mostrando que uma única entidade administradora é responsável por prover sistemas de negociação, compensação e liquidação e depósito centralizado. Isso caracteriza a integração verticalizada dos serviços prestados pela entidade, também chamada de *vertical silo*.

Estruturas verticalmente integradas são usualmente criticadas porque tendem a não dar a devida atenção à inovação (fator crucial no mercado de valores mobiliários) e porque podem se valer abusivamente da sua posição dominante no mercado.

Entretanto, como ensina a Professora Paula Forgioni, a lei brasileira "não condena o domínio de mercado pelo agente econômico, desde que derivado de 'processo natural

[63] A Instrução CVM nº 461/2007 dispõe sobre o mercado regulamentado de valores mobiliários, dentre os quais o mercado organizado de bolsa.

[64] Embora tenham existido muitas bolsas de valores no Brasil, houve tempo em que duas delas se destacavam, concentrando quase toda a negociação de ações no país. A BVRJ - Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi durante muitos anos a principal bolsa brasileira, tendo sido superada pela BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo no final dos anos 80. Em 2000, um acordo entre a BOVESPA e as demais oito bolsas de valores brasileiras promoveu a concentração da negociação de ações no ambiente da BOVESPA, que também adquiriu, por meio da CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, a CLC – Companhia de Liquidação e Custódia até então responsável pela compensação e liquidação dos valores mobiliários negociados na BVRJ. Em 2002, a BVRJ foi adquirida pela BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros. Em maio de 2008, foi criada a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, a partir da integração da BM&F e da BOVESPA.

fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores', ou seja, resultante de vantagem competitiva."[65]

É difícil dizer em que medida a atual situação da BM&FBOVESPA no mercado brasileiro pode ser creditada à sua vantagem competitiva. Porém, é seguro que as forças que levaram à consolidação do mercado secundário de ações no Brasil no final do século passado estão muito mais ligadas ao mercado do que à regulação. Sendo bastante provável que o princípio de que "liquidez atrai liquidez" tenha exercido grande influência nesse processo de consolidação.

Por outro lado, não há evidências de que a BM&FBOVESPA esteja abusando de sua posição dominante no mercado. Aliás, se assim fosse, caberia ao CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica – agir no sentido de coibir tal prática.

5.1 Concorrência do ponto de vista normativo

Em primeiro lugar, é importante destacar que o mercado de valores mobiliários tem algumas características que o distinguem dos demais mercados. De fato, trata-se de mercado com importância estratégica, cujas falhas afetam um grande número de agentes e cujo correto funcionamento depende da disponibilidade de informações.

Essas características fazem com que a regulação do mercado de valores mobiliários seja voltada para o combate a assimetria informacional, o risco sistêmico e outras preocupações de natureza prudencial, o que, em certa medida, impede a aplicação absoluta dos princípios da concorrência nesse mercado. A aplicação da total liberdade de concorrência no mercado de valores mobiliários poderia gerar a chamada "*race to the bottom*" (nivelamento por baixo) que implicaria a desestabilização do mercado com custos a serem suportados por todos os participantes.

A CVM não é um órgão de proteção à concorrência. No entanto, sua competência para regular o mercado é inconteste e essa regulação tem profundas consequências de natureza concorrencial, sendo mesmo crucial para a definição da forma de concorrência que possa se instalar no Brasil.

---

[65] Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste, 7ª ed., Ed. Revista dos Tribunais, pag. 286

Exemplos recentes de regulação não deixam dúvidas quanto à verdade dessa assertiva. Ao dispor sobre o mercado regulamentado na Instrução CVM nº 461/2007, a autarquia fez opções bastante claras sobre questões concorrenciais. Há disposições sobre o acesso ao mercado de bolsa e as condições em que ele deve se dar, evidenciando a preocupação de que o acesso ocorra de forma não discriminatória e respeitando os princípios da concorrência.

Há, adicionalmente, regras que determinam a transparência pré e pós-negociação, o que é fundamental em um mercado movido à informação. Aliás, a importância da informação no mercado de valores mobiliários pode ser constatada pelo fato de que sua disseminação atende não apenas a disposições de caráter prudencial e de eficiência, mas também serve aos propósitos da concorrência.

No mercado de valores mobiliários só existe concorrência na medida em que há regras de transparência. Mesmo os ambientes opacos somente existem em razão da disseminação dos dados pré-negociação dos ambientes com transparência. O acesso à informação de maneira rápida e com baixo custo é, portanto, uma condição para o desenvolvimento da concorrência.

Um segundo exemplo de regulação com efeitos concorrenciais está no âmbito do depósito centralizado. A Instrução CVM nº 541/2013, dispõe que um depositário central autorizado pela CVM deve ter regras de acesso com requisitos objetivos e mecanismos adequados para fins de controle e administração de riscos, observando princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência, nas atividades de depósito centralizado e em outras atividades a elas relacionadas ou delas dependentes (art. 39). Decorre dessas disposições que o depositário central não poderá, a não ser por motivos de proteção a uma exposição exagerada a riscos, se negar a prestar serviços para quaisquer sistemas de negociação ou de compensação e liquidação.

No que tange à concorrência entre depositários, a Instrução avança ao estabelecer vínculos de participação e mecanismos de interoperabilidade entre depositários, sempre em condições previamente aprovadas pela CVM.

Se algumas das disposições da regulação da CVM podem ser vistas como claramente indutoras da concorrência, por outro lado, há disposições restritivas à concorrência. É o caso da vedação (constante do § 3º, art. 57 da Instrução CVM nº 461/2007) à negociação

simultânea de ações em mercados de bolsa e de balcão organizado, facultando-a em mais de uma bolsa ou em mais de um mercado de balcão organizado.

Em decorrência do disposto no artigo 57 da Instrução CVM nº 461/2007, uma ação listada em bolsa somente pode ser negociada na bolsa que a listou ou em outra bolsa. Inexiste a possibilidade de que ela venha a ser negociada em mercado de balcão organizado (em razão do disposto no § 3º do citado artigo), nem tampouco em mercado de balcão não organizado, por conta do disposto no artigo 59 da mesma Instrução, segundo o qual é vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos[66].

Ao fazer a opção regulatória por limitar a negociação de ações listadas ao mercado de bolsa ou ao mercado de balcão, a CVM criou uma barreira à concorrência no mercado secundário de ações. Essa barreira foi propositalmente erguida conforme se depreende da resposta da autarquia à sugestão de permitir a negociação de ações em mercado de bolsa e balcão:

> "Quanto à permissão da "dupla-listagem" em bolsa e balcão organizado, em que pese ser desejável o incremento da concorrência, a opção da minuta foi cautelosa ao avançar nessa direção. Somos favoráveis à manutenção da proposta, neste momento, por considerarmos que a adoção de estímulos à concorrência deve ser feita de forma gradual, para não colocar em risco a preservação dos mercados organizados existentes.
>
> Espera-se que os incentivos regulatórios ao estabelecimento de mercados de balcão organizado, que estão sendo propostos nesta norma, resultem no surgimento de competidores nesse segmento. Também a possibilidade de autorização de telas de bolsas estrangeiras pode vir a trazer alguma concorrência a esse ambiente, no Brasil.
>
> De outro lado, as próprias exigências trazidas pela norma quanto à organização e funcionamento das entidades administradoras de

[66] O artigo 59 da Instrução CVM nº 461/2007 traz em seus incisos, o seguinte rol de exceções à vedação constante do *caput*:
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.

> mercado devem significar um ônus adicional, sobretudo para as administradoras dos mercados de bolsa.
>
> Mas é importante destacar que é intenção da CVM retornar a este ponto, trazendo proposta à audiência pública no sentido de permitir a "dupla-listagem" inclusive de ações. Antes disso, pretende-se avaliar os efeitos das transformações impostas pela nova norma, além daquelas decorrentes dos processos de desmutualização e do incremento da concorrência, sobre o funcionamento regular dos mercados organizados e sobre as condições de sustentabilidade de suas entidades administradoras."[67]

Assim, nota-se que a regulação do mercado de valores mobiliários é hábil tanto para promover a concorrência, quanto para limitá-la. Essa é uma condição geral dos reguladores do mercado de valores mobiliários, como é possível inferir a partir do exposto no Capítulo 3.

Independentemente dessa constatação, vale dizer que a regulação do mercado de valores mobiliários, como também a do mercado financeiro, tem, de fato, a peculiaridade de embutir alguns efeitos anti-concorrenciais. A redução de riscos operacionais e do risco sistêmico, por exemplo, não prescinde de requisitos de capital que podem se constituir em verdadeiras barreiras a entrada de concorrentes no mercado.

5.2 Posição dominante

Nas palavras de Paula Forgioni, "a posição dominante implica sujeição (seja dos concorrentes, seja de agentes econômicos atuantes em outros mercados, seja dos consumidores) àquele que o detém. Ao revés, implica independência, liberdade de agir sem considerar a existência ou o comportamento de outros sujeitos."[68]

No entanto, no Brasil, a posição dominante *per se* não é passível de punição. De acordo com a Lei nº 12.529/2011 (lei antitruste brasileira) apenas o abuso da posição dominante é punível, uma vez que a "conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o

---

[67] Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, pág. 39 e 40. Disponível em www.cvm.gov.br
[68] Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste, 7ª ed., Ed. Revista dos Tribunais, pag. 262

ilícito previsto no inciso II do caput" do artigo 36 da mencionada lei, segundo o qual constitui infração da ordem econômica "dominar mercado relevante de bens ou serviços".

Desfrutaria a BM&FBOVESPA de posição dominante no mercado brasileiro? Numa análise superficial, a resposta seria positiva, uma vez que inexistem concorrentes para as atividades por ela desempenhadas (ao menos no mercado secundário de ações).

Entretanto, conforme alerta Paula Forgioni, "a posição dominante é um fato, nem sempre fácil de se constatar."[69] A doutrina aponta vários indicativos de existência de posição dominante cuja avaliação conjunta permite uma resposta mais informada à pergunta[70]:

a) Participação no mercado: considerando-se que o mercado relevante é o das ações negociadas no Brasil, a BM&FBOVESPA detém 100% do mercado. Visto que a lei brasileira presume a posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas controle 20% ou mais do mercado relevante (art. 36, § 2º, da Lei nº 12.529/2011), de acordo com esse critério, parece não haver dúvidas quanto à posição dominante da BM&FBOVESPA.
b) Concorrência potencial: a concorrência potencial é a possibilidade de que um concorrente venha a disputar o mesmo mercado. Já se sabe que inexistem impedimentos legais a que um concorrente venha a iniciar atividades no mercado secundário no Brasil. Assim, do ponto de vista estritamente formal, a concorrência é uma possibilidade no Brasil. No entanto, a existência de barreiras à entrada pode dificultar sobremaneira a concretização dessa concorrência. As possíveis barreiras à entrada serão avaliadas em tópico a seguir.
c) Comportamento/dependência dos consumidores e/ou fornecedores: tanto investidores quanto intermediários que queiram negociar ações no mercado secundário de ações no Brasil são totalmente dependentes da BM&FBOVESPA. A única exceção para os investidores é a realização de negociações privadas, mas, em face das dificuldades operacionais que implica e dos volumes operados, trata-se de atividade irrelevante no mercado brasileiro.
d) Potência econômica da empresa: quanto maior a força econômica da empresa, mais facilmente ela exerce sua dominância. A BM&FBOVESPA está entre as maiores

[69] Forgioni, Paula A. Os Fundamentos do Antitruste, 7ª ed., Ed. Revista dos Tribunais, pag. 272
[70] Paula Forgioni ressalva que a lista elaborada não é exaustiva, nem dogmaticamente impecável a ponto de levar a soluções incontestáveis. Destaca que a posição dominante é uma questão de grau.

bolsas do mundo e tem uma disponibilidade atual de caixa próprio de mais de R$ 2,2 bilhões[71].

e) Estrutura da empresa: a existência de integração vertical é um dos indicadores da dominância. A BM&FBOVESPA é verticalmente integrada, controlando a atividade de negociação e pós-negociação (compensação, liquidação e depósito centralizado).

f) Domínio da tecnologia: indubitavelmente a BM&FBOVESPA domina a tecnologia que utiliza, sobretudo na pós-negociação, em face de ter desenvolvido sistema para integração das câmaras de compensação por ela operadas com inúmeras inovações no controle de risco. Isso não significa, no entanto, que possíveis concorrentes não tenham acesso à tecnologia, sobretudo em vista da existência de inúmeros sistemas de negociação no mercado e da possibilidade de desenvolvimento de sistemas próprios.

g) Grau de crescimento do setor: atualmente, o mercado secundário de ações brasileiro atravessa um momento de estagnação com volumes médios de negociação diária na casa de R$ 7,3 bilhões, em 2012; R$ 7,4 bilhões, em 2013; e, novamente, R$ 7,3 bilhões, em 2014.[72] Essa estagnação poderia arrefecer o ânimo de potenciais concorrentes.

h) Aspecto temporal: conquanto a superioridade de uma empresa possa ser esporádica, não parece ser esse o caso da BM&FBOVESPA que tem sido o mercado secundário para negociação de ações no Brasil nas últimas duas décadas.

i) Vantagem da primeira jogada, existência de consumidores cativos: adoção de determinados comportamentos pela empresa pode vincular de tal forma os consumidores que eles se tornam refratários à mudança. Embora possa haver movimentos defensivos por parte da BM&FBOVESPA, é difícil imaginar situações que pudessem transformar em cativos os usuários dos seus sistemas. A própria natureza da prestação do serviço colabora para dificultar a concretização da hipótese.

j) Domínio dos canais de distribuição: considerando que os investidores são os consumidores da BM&FBOVESPA, os canais de distribuição são os intermediários. Sob esse ponto de vista, a BM&FBOVESPA domina

[71] Dado extraído da apresentação da Diretoria de Relações com Investidores da BM&FBOVESPA em fevereiro de 2015.

[72] Dados extraídos da apresentação da Diretoria de Relações com Investidores da BM&FBOVESPA em fevereiro de 2015.

completamente os canais de distribuição, uma vez que inexiste intermediário atuante no segmento de ações que não seja pessoa por ela autorizada da operar.

A combinação dos vários fatores leva à conclusão de que a BM&FBOVESPA, na condição de única entidade administradora de mercado de bolsa autorizada a funcionar pela CVM, desfruta de posição dominante no mercado secundário brasileiro. Essa análise, contudo, não está completa sem a avaliação das barreiras à entrada que será feita a seguir.

5.3 Barreiras à entrada

É difícil conceituar as barreiras à entrada, embora haja várias definições para o termo. Em publicação de 2007, a OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico publicou um informativo sobre a concorrência e as barreiras à entrada em que defendeu que conquanto seja um debate intelectualmente instigante, a definição do que seja barreira à entrada é de pouca utilidade para a formulação de políticas. Uma visão mais pragmática pela análise de casos seria, portanto, mais útil.[73]

Assim, com base numa visão pragmática, podem ser consideradas barreiras à entrada de novos concorrentes no mercado secundário de ações:

a) Regulação: as exigências da regulação podem se caracterizar como barreiras à entrada de concorrentes no mercado, ainda que seu objetivo não seja o de limitar a concorrência, mas sim de garantir a integridade do mercado.
    i. Prazos de análise: o recebimento de autorização para administrar um mercado organizado de bolsa, embora esteja descrito e seja de conhecimento público, não é trivial. O entrante deve ter regras e procedimentos descritos, regulamentos e manuais de operações que serão avaliados pelo regulador. A partir do momento em que a CVM considere que toda a documentação solicitada foi entregue, o período de análise pode se estender por até cento e vinte dias. Havendo pedido de esclarecimentos, após o seu recebimento, a autarquia tem o período máximo de noventa dias para deferir ou indeferir o pedido. A manifestação da área técnica somente produz efeitos trinta dias após a sua comunicação, pois nesse período o

[73] OCDE – Competition and Barriers to Entry – Policy Brief - janeiro de 2007. Disponível em http://www.oecd.org/competition/mergers/37921908.pdf

Colegiado da CVM pode confirmar a autorização concedida, formular exigências adicionais ou revogar a decisão de autorização. No caso de formulação de exigências, o Colegiado deverá se manifestar no prazo de quinze dias após o recebimento da manifestação do requerente. Isso significar dizer que, considerados os prazos para a manifestação do requerente, o processo de autorização para funcionamento de mercado organizado de bolsa pode levar quase um ano.

ii. Requisitos: a concessão de autorização para funcionamento de um mercado organizado de bolsa pressupõe o preenchimento de uma série de requisitos relativos à forma de constituição da entidade administradora do mercado e sua governança, bem como requisitos patrimoniais.

iii. Autorregulação: para receber autorização de funcionamento como entidade administradora do mercado de bolsa, o requerente deve constituir uma estrutura de autorregulação formada por departamento de autorregulação, diretor desse departamento e conselho de autorregulação. Essa estrutura, que deve ser dotada de independência funcional e orçamentária, será responsável por monitorar o funcionamento do mercado e da entidade administradora, bem como impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhe incumba fiscalizar.

iv. Compensação e liquidação: a concessão de autorização pela CVM implica que o requerente tenha condições de efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, seja diretamente, seja contratando entidade de compensação e liquidação autorizada a tal.

b) Estratégias do agente em posição dominante:

i. Integração das câmaras de liquidação e compensação: em 2014, a BM&FBOVESPA deu início à implantação da integração das câmaras de compensação e liquidação por ela administradas. O objetivo possibilitar a organização do ambiente de pós-negociação por processo e não mais por produto (ações, títulos de renda fixa, derivativos e câmbio). O início da integração das câmaras foi acompanhado pela implantação de um novo modelo de administração de riscos que, por calcular o risco integrado, já possibilitou a redução de aproximadamente R$ 20 bilhões em garantias dos

participantes[74]. A primeira câmara a migrar para o novo sistema foi a de derivativos. A segunda fase do projeto de integração prevê a migração da câmara de renda variável e renda fixa privada, em 2016.

ii. Sistema de distribuição: o novo modelo de acesso à BM&FBOVESPA prevê a concessão de autorização para todos os intermediários que atuam direta ou indiretamente no sistema de negociação de ações. Dessa forma, todo o sistema de distribuição de ações passou a ser diretamente supervisionado pela bolsa.

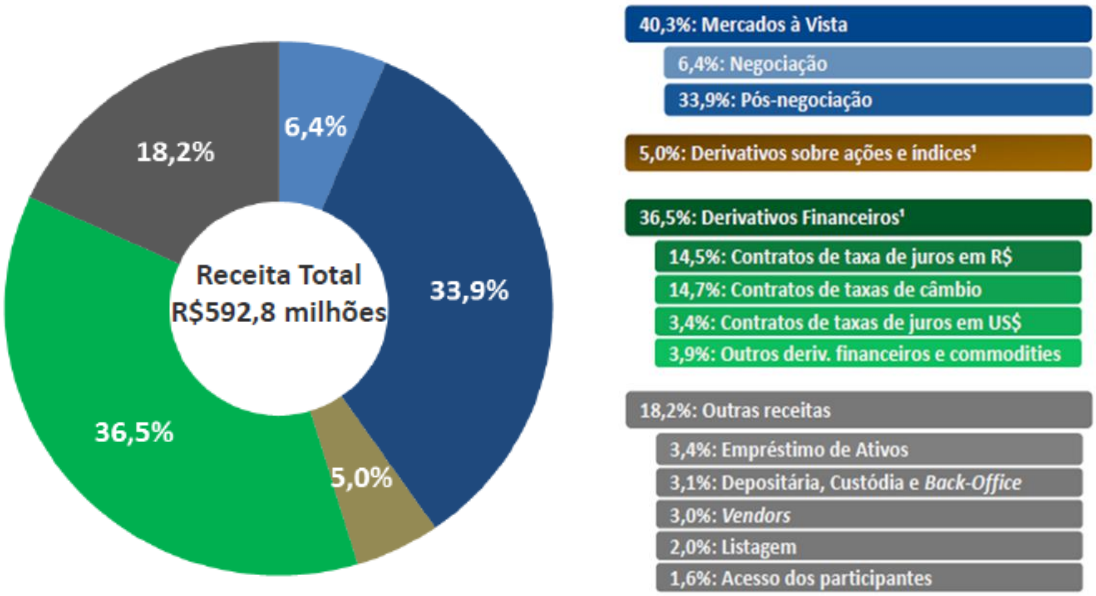
Note-se que as barreiras à entrada podem não decorrer da política concorrencial adotada, mas de medidas relacionadas à proteção do mercado. No caso concreto, as barreiras impostas pela regulação são quase todas direcionadas ao adequado funcionamento do mercado. Mesmo a já mencionada opção do regulador em não permitir a negociação simultânea de ações em mercado de bolsa e de balcão teve como justificativa a preservação dos mercados organizados existentes. Tais barreiras são, portanto, fruto da escolha consciente do regulador que sopesando valores distintos (correto e eficiente funcionamento do mercado x proteção à concorrência), atribuiu mais importância a um do que a outro.

Quanto à atuação do agente em posição dominante é importante ressaltar que suas ações não são direcionadas exclusivamente à construção de barreiras à entrada. É evidente que a alteração do modelo de acesso à bolsa representou um ganho para o mercado em termos de supervisão. Não se pode deixar de considerar, no entanto, que muitas medidas tomadas por um agente em posição dominante são acompanhadas de externalidades que podem, em alguns casos, vir a se constituir em barreiras à entrada.

Nesse sentido, o caso da integração das câmaras é emblemático. É sabido que o mercado de ações é apenas parte do mercado de valores mobiliários e, embora seja responsável por parcela significativa das receitas da BM&FBOVESPA, conforme mostra o Gráfico IV, a BM&FBOVESPA também administra outros segmentos em que também operam os mesmos investidores que atuam no mercado de ações.

[74] Dados extraídos da apresentação da Diretoria de Relações com Investidores da BM&FBOVESPA em fevereiro de 2015.

Gráfico III – Distribuição de receitas da BM&FBOVESPA no 4º Trimestre de 2014



Fonte: Diretoria de Relações com Investidores da BM&FBOVESPA – apresentação de fevereiro/2015 (Reprodução)

A integração das câmaras da BM&FBOVESPA e seu novo modelo de administração de risco têm um efeito muito grande para esses investidores que operam em múltiplos mercados, uma vez que permitirá uma melhor eficiência na sua alocação de capital visto que o sistema reconhece a compensação de riscos entre ativos, contratos e garantias distintos.

Nessas condições, parece pouco provável que um investidor beneficiado pela maior eficiência da câmara integrada da BM&FBOVESPA opte por qualquer outra câmara que venha a ser constituída no Brasil que não lhe ofereça a mesma vantagem.

Por outro lado, seria desprovida de todo o sentido a imposição de quaisquer empecilhos a que a BM&FBOVESPA buscasse legitimamente a melhoria na prestação dos seus serviços. Parece ser esse um caso em que a exploração de vantagem competitiva leva à maior eficiência do agente.

Ainda quanto à compensação e liquidação, uma observação é oportuna em razão da sua indissociável ligação com a negociação (conforme fica claro, inclusive, na Instrução CVM

nº 461/2007, que trata dos mercados de negociação) e apesar de este trabalho não ter por objeto a introdução de concorrência no mercado de pós-negociação de ações no Brasil.

A discussão sobre a consolidação ou fragmentação dos serviços de pós-negociação é um tanto distinta da discussão que se trava no âmbito dos mercados de negociação. Em geral, são apresentadas as seguintes vantagens para a consolidação dos serviços de compensação e liquidação:

a) Redução de custos devido a economias de escala;
b) Diversificação do risco a própria câmara em razão do maior número de membros que ela congrega após a consolidação;
c) Redução do custo de mensuração e melhoria do controle sobre os riscos individuais de cada membro, uma vez que as posições estarão consolidadas;
d) Redução dos custos de liquidação pelo efeito compensação (menores custos de processamento);
e) Melhoria da eficiência no controle do risco sistêmico;
f) Vantagens advindas do efeito de compensação das posições dos membros, com eventuais reduções de margens de garantia requeridas, inclusive pelo efeito de proteção (*hedge*) que uma posição pode conferir a outra.

Cabe destacar que muitas dessas vantagens são apontadas pela própria BM&FBOVESPA para justificar a integração de suas câmaras. Os críticos da consolidação apontam as seguintes desvantagens:

a) Redução da concorrência, com todos os efeitos adversos que podem surgir: aumento de preços, piora na qualidade do serviço prestado etc.
b) Concentração do risco numa única entidade aumenta o risco de contágio, ou seja, risco de um problema na câmara afetar a toda a indústria.

Conquanto as vantagens pareçam superar as desvantagens de uma câmara de compensação única, inexiste óbice a que venha se constituir uma nova câmara de ações no Brasil, cuja autorização, nos termos da legislação atual, caberia ao Banco Central do Brasil.

6. PROPOSTA DE REFORMA REGULATÓRIA PARA MELHORAR A QUALIDADE DO MERCADO SECUNDÁRIO BRASILEIRO

A concorrência não é um fim em si mesmo. A proposta de alteração da regulação para favorecer a introdução de concorrência no mercado secundário brasileiro será feita a partir dessa assertiva.

Vários fatores podem justificar um esforço no sentido de introduzir concorrência nos mercados secundários. Aumento da estabilidade, integridade, eficiência e da qualidade sempre parecem boas justificativas (embora nem sempre totalmente conciliáveis), mas elas somente são realmente boas se se traduzirem em benefícios para os investidores ou emissores. Afinal o mercado secundário existe em função dessas figuras, sendo amplamente conhecida sua importância para o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, mormente para as ações que, por não terem vencimento, dependem totalmente dele (mercado secundário) para adquirem liquidez.

A conciliação de interesses tão diversos quanto o estímulo à concorrência (como um caminho para melhorar a qualidade do mercado) e a preservação da estabilidade do mercado, justifica a adoção de uma política regulatória voltada mais para a preservação da integridade do mercado do que para livre concorrência.

No entanto, mesmo partindo do princípio de que a preservação da integridade e estabilidade do mercado deve prevalecer sobre quaisquer outros valores, ainda há uma decisão a ser tomada: alterar ou manter a regulação do mercado secundário?

A tese é de que é chegado o momento de promover alterações na regulação do mercado secundário brasileiro. O que justifica a alteração, no entanto, não é a necessidade de introdução de concorrência, mas a necessidade de melhorar a qualidade do mercado secundário de ações no Brasil. A introdução de concorrência é apenas um meio para obter esse fim.

6.1 Negociação simultânea de ações em mercado de bolsa e em mercado de balcão

Conforme exposto no Capítulo 2, o mercado organizado de balcão no Brasil é um mercado com transparência relativamente reduzida se comparado ao mercado de bolsa. Conforme apresentado na Tabela V, há diferenças significativas entre o regime informacional na pós-

negociação. Na pré-negociação, a despeito de o artigo 50 determinar que a transparência das ofertas deva ser assegurada tanto pelo mercado de bolsa, quanto pelo de balcão, não há disposição específica quanto à forma como deve ser feita essa divulgação.

Tabela V – Requisitos de disseminação de informação pré e pós-negociação de ações de acordo com a Instrução CVM nº 461/2007

	Transparência pré-negociação	**Transparência pós-negociação**
Mercado organizado de bolsa	Art. 50. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços. Art. 73, § 3º. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação que permitam a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.	Art. 76 A entidade administradora de mercado de bolsa deve tornar públicas de forma contínua, ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso.
Mercado organizado de balcão	Art. 50. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.	A entidade administradora do mercado de balcão organizado deve tornar disponíveis informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário. Tais informações podem ser ou não divulgadas de forma contínua durante os pregões, bem como de forma individualizada ou agrupada por conjunto de operações, devendo a política de divulgação da entidade ser previamente aprovada pela CVM, que pode autorizar a divulgação diferida ou agrupada das informações referidas.

Especificamente no que tange ao mercado de balcão, note-se que a Instrução CVM nº 461/2007 restringe a transparência das ofertas para fins de propiciar a adequada formação de preços aos sistemas de negociação, mas não estabelece regra similar caso o mercado funcione na modalidade de registro de operações previamente realizadas. Nessa situação, a norma estabelece que os registros devam realizar-se por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas.

Essa diferença na abordagem quanto à transparência pré-negociação pode ser bastante útil na criação de um ambiente para negociação de grandes blocos de ações. A proposta é utilizar a estrutura regulatória já existente para permitir que os negócios com ações, se realizados em grandes blocos, possam ser objeto de registro no mercado de balcão.

Dessa forma, duas questões importantes do mercado secundário de ações são simultaneamente tratadas: a introdução de concorrência no mercado de bolsa e a negociação de grandes lotes de ações.

6.1.1 A negociação de grande lotes

De acordo com a teoria econômica, em um mercado eficiente, o preço de uma ação deve refletir o valor da companhia. Vários estudos mostram, no entanto, que negócios envolvendo grandes volumes são feitos a preços piores do que os de pequenos volumes. Uma possível explicação para o fato é que uma oferta muito grande muda o equilíbrio do mercado, movendo o preço do ativo.

A negociação de grandes lotes não afeta apenas o preço da ação, mas também pode influir no tempo de execução, já que muitas vezes o investidor tem que utilizar estratégias de negociação que diluam a negociação ao longo do tempo.

A necessidade de um ambiente de negociação de grandes lotes fica ainda mais patente em face da redução verificada no tamanho das ordens nos últimos anos.

Quanto ao preço da ação, embora ele se modifique em função da negociação de um grande lote, em geral, esse preço se altera novamente pouco tempo depois, o que mostra que o grande lote foi negociado fora do preço de mercado. Evitar esse tipo de distorção nas cotações melhora a qualidade do mercado.

Não é por outra razão que a MiFID já trata excepcionalmente os grandes negócios (*large in scale*), permitindo menos transparência pré-negociação. A premissa é que a transparência pré-negociação nesses casos tem um efeito adverso e, em vez de melhorar a qualidade do processo de formação de preços, a piora.

A proposta é que a negociação de grandes lotes possa se dar em um ambiente apartado e que não contamine o processo de formação de preços no ambiente de negociação. Para dar concreção a essa proposta, o regulador precisa estabelecer limites a partir dos quais uma ordem dá origem a um grande lote. Esses limites não devem ser iguais para todas as ações podendo ser maiores para as ações de altíssima liquidez e menores para as ações com baixa liquidez.

A fixação desses limites deve ser precedida por um estudo que avalie a quantidade no mercado de cada ação listada, as quantidades envolvidas em cada negócio, o número de negócios efetuados etc, com o objetivo de classificar as ações que poderão ser objeto de negociação sem a transparência pré-negociação. Há inúmeras formas de estabelecer a quantidade mínima a partir da qual o negócio possa ser classificado como grande, por isso esse é um ponto fundamental numa eventual audiência pública.

Nos Estados Unidos e na Europa, os preços que podem ser utilizados na negociação de grandes são os praticados nos mercados transparentes (a melhor oferta de compra, a melhor de venda ou o médio entre os dois). Ainda que se possa pensar em alternativas a esse sistema, o preço praticado no mercado com transparência deve ser a referência para evitar práticas não equitativas.

Além de questões como o preço, a eleição das ações que poderiam ser objeto de negociação em grandes lotes e o limite mínimo desses lotes, é fundamental estabelecer algumas travas regulatórias para impedir que o sistema venha a ser utilizado de forma inadequada.

Uma dessas travas consiste em impedir a soma de várias ordens para atingir o limite mínimo estabelecido pelo regulador. Em outras palavras, o grande lote deve ser originário de uma única ordem. Da mesma forma, é importante impedir que esse lote grande seja fracionado para a execução da ordem. Atendidas regras como essas, o investidor de varejo estaria automaticamente excluído do sistema.

É de suma importância esclarecer que somente a regra de transparência pré-negociação

pode ser relaxada em relação à negociação de grades lotes. Toda a negociação deve continuar a ser objeto de divulgação em cumprimento às regras de transparência pós-negociação. Sendo recomendável a adoção de mecanismos que determinem a consolidação de todos os negócios realizados para fins de supervisão do regulador e de informação ao mercado.

A proposta de reforma regulatória que contemple a negociação de grandes lotes também se apoia nas conclusões dos estudos mencionados no Capítulo 4. Avaliando a fragmentação do mercado e seus efeitos, os estudos mostrados concluíram que a negociação de grandes lotes sem transparência não tem efeitos nocivos sobre o mercado. Havendo evidências de que a remoção desses negócios do mercado transparente é benéfica para a qualidade do mercado.

Da igual maneira, a limitação da proposta apenas aos grandes lotes fundamenta-se nas recentes evidências a partir de estudos empíricos de que a fragmentação do mercado pode ter efeitos nocivos à sua qualidade se ocorrer em ambientes opacos, gerando prejuízos à liquidez e à formação de preços, bem como sensíveis aumentos nos custos de transação.

6.1.2 Mercado de balcão

A proposta de permitir a negociação de grandes blocos de ações em mercado de balcão tem dois fundamentos principais. O primeiro está relacionado à própria natureza do mercado de balcão como um ambiente em que já se admite menos transparência. O segundo, e mais importante, é que essa seria a maneira mais segura de permitir a introdução de concorrência no mercado brasileiro.

Sabe-se que a CVM chegou a cogitar a possibilidade de “dupla-listagem” durante a audiência pública que deu origem à Instrução CVM nº 461/2007, rechaçando a ideia em favor da preservação dos mercados organizados existentes e do gradualismo na adoção de estímulos à concorrência.

Por motivos diversos, nem a concessão de incentivos regulatórios ao estabelecimento de mercados de balcão organizado, nem as telas de acesso às bolsas estrangeiras foram capazes de introduzir a concorrência no Brasil em um ou noutro ambiente.

A permissão para que a negociação de grandes lotes de ações listadas em bolsa possa

ocorrer em mercado de balcão é fiel ao princípio da prudência que orientou a decisão da autarquia em 2007, dando continuidade ao gradualismo na introdução de concorrência nesse mercado.

Acredita-se que a proposta seja capaz de trazer bons resultados no que diz com a introdução de concorrência no mercado secundário brasileiro porque os descontos regulatórios concedidos à entidade administradora de mercado de balcão organizado podem facilitar a entrada de um concorrente nesse mercado, inclusive em virtude da possibilidade de flexibilização da estrutura de autorregulação, conforme dispõe o art. 116 da Instrução CVM nº 461/2007[75].

Além disso, a concorrência no mercado de balcão organizado já está estabelecida, uma vez que existem dois mercados de balcão organizado autorizados a funcionar: o administrado pela própria BM&FBOVESPA e o administrado pela CETIP S.A. – Mercados Organizados.

6.2 Pós-negociação

Os serviços de pós-negociação são fundamentais para o mercado secundário de valores mobiliários e sua regulação é tão importante para o bom desempenho do mercado quanto a regulação dos ambientes de negociação.

Em 2013, com a publicação das Instruções CVM nº 541, nº 542 e nº 543, respectivamente sobre as atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, a autarquia avançou na regulação das chamadas infraestruturas do mercado. No entanto, ainda carece de regulação específica por parte da CVM a atividade de compensação e liquidação.

---

[75] Instrução CVM nº 461/2007, Art. 106. A entidade administradora de mercado de balcão organizado poderá adotar estruturas de auto-regulação diferentes das previstas no Capítulo IV, desde que:
I – mantenha órgãos encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas em seus ambientes e sistemas, e das pessoas autorizadas a neles operar; e
II – observe, quanto aos órgãos de que trata o inciso I deste artigo, os princípios da independência e da autonomia previstos no art. 37.
Parágrafo único Os órgãos de fiscalização e supervisão referidos no **caput** devem elaborar e enviar à CVM os relatórios a que se referem os arts. 44 e 45, na forma e nos prazos ali definidos.

6.2.1 Compensação e liquidação

A Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 16, estabelece que depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício da atividade de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. A despeito do mandamento legal, a autarquia não dispõe de norma que regule a concessão da autorização. A ausência da norma dificulta o trabalho de avaliação que precede a concessão de autorização e faz com que a necessária análise precise ser feita em conjunto com o Banco Central do Brasil e amparada por normativos cuja preocupação prudencial sobressai em relação à regulação de condutas, pela própria natureza daquela Autarquia.

Essa lacuna precisa ser urgentemente preenchida pela CVM por meio de uma Instrução que disponha sobre os serviços de compensação e liquidação de valores mobiliários. Quando da elaboração da minuta que será submetida à consulta pública, propõe-se que seja objeto de discussão a obrigatoriedade de prestação de serviço por uma câmara autorizada a qualquer sistema de negociação também autorizado, nos moldes da proposta da MiFID II, o que equivale a dizer com todas as salvaguardas constantes daquele normativo, inclusive e principalmente, as relativas à administração de risco e períodos de transição.

Ouvir os participantes do mercado brasileiro quanto a esse ponto pode contribuir em muito para o processo decisório da CVM no que diz respeito à adequação e oportunidade de adoção de dispositivo semelhante. Ainda que à primeira vista possa parecer uma intervenção indevida na atividade de um agente econômico, é importante dizer que proposta semelhante foi adotada na regulação da atividade de depósito centralizado.

É evidente que se trata de atividades distintas, sendo a administração de risco um fator preponderante na compensação e liquidação, mas isso não impede que ocorra uma discussão, sobretudo se as salvaguardas antes mencionadas estiverem também em debate.

6.2.2 Depósito Centralizado de Valores Mobiliários

Conforme já exposto anteriormente, a regulação do depósito centralizado de valores mobiliários se deu por meio da Instrução CVM nº 541/2013.

No que concerne à concorrência, a mencionada Instrução dispõe sobre dois aspectos diferentes:

a) Concorrência entre entidades responsáveis pelas atividades que precedem o depósito centralizado na cadeia de negociação, ou seja, sistemas de negociação e sistemas de compensação e liquidação;

b) Concorrência entre depositários centrais.

Para o primeiro caso, a opção foi pela participação, isto é, o depositário central deve ter regras e procedimentos que garantam o acesso não discriminatório aos sistemas de negociação e entidades de compensação e liquidação. Para o segundo caso, o depositário pode estabelecer vínculo de participação com um seu concorrente ou mecanismos de interoperabilidade.

A abordagem foi correta em ambos os casos e coincide com o proposto pelo regulador europeu para aquele mercado.

6.3 A transparência no mercado brasileiro

Um dos valores do mercado brasileiro é a transparência e isso não deve ser alterado. A opacidade deve ser vista, portanto, como a exceção e não como regra. É nesse sentido que se coloca esta proposta de reforma da regulação: tratar como uma exceção cujos efeitos positivos para o mercado parecem já ter sido comprovados, a redução da transparência na negociação dos grandes lotes, mantendo inalteradas as regras relativas aos demais negócios com ações.

A transparência se dá a partir da disseminação de informações pré e pós-negociação. Para tanto, é fundamental que exista pelo menos um consolidador dessas informações, considerando algum nível de fragmentação do nosso mercado. A proposta é que o regulador mantenha a determinação da disseminação das informações pelos ambientes de negociação a preços não discriminatórios, o que deve ser suficiente para atrair empresas privadas especializadas no provimento de informações para o desempenho da atividade de consolidação.

6.4 A regra de melhor execução

A regra de melhor execução consta da Instrução CVM nº 505/2011, em cujo artigo 19 se lê que o intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

Tal como na Europa, a regra de melhor execução atribui ao intermediário a responsabilidade pela melhor execução da ordem. A proposta é mantê-la inalterada, mas fortalecer a obrigação de que o intermediário divulgue informações sobre a qualidade de sua execução, tal como dispõe a MiFID II. Para tanto, o artigo 20 da Instrução pode ser alterado no sentido de contemplar essa previsão.

6.5 Autorregulação

No Capítulo 5, a autorregulação foi apresentada como uma provável barreira à entrada de concorrência no mercado secundário brasileiro em razão da sua estrutura e do custo que ela acarreta para a entidade administradora.

Não é por isso, todavia, que essa atividade deva ter sua importância ou âmbito de atuação reduzidos. A autorregulação desempenhada pelas entidades administradoras dos mercados organizados tem se mostrado fundamental para garantir o adequado funcionamento do mercado brasileiro nos últimos anos e sua relevância no exercício da atividade de fiscalização das pessoas autorizadas a operar e das operações realizadas nos mercados não é mais seriamente contestada.

Numa situação de concorrência, a unificação da autorregulação seria de todo desejável. Os ganhos decorrentes de economias de escala (redução de custo médio à medida que aumenta a atividade fiscalizatória) e de escopo (custo de fiscalizar as operações em duas entidades é inferior ao custo de duas entidades fiscalizando cada qual o seu mercado) daí decorrentes são inegáveis.

A proposta é que a CVM sinalize claramente no sentido da criação de um autorregulador único, instigando no mercado a discussão sobre a melhor forma de dar concreção à

proposta, uma vez que as questões relativas à governança da entidade e ao financiamento da sua atividade precisam ser amplamente debatidas.

Conquanto seja paradoxal à primeira vista, a fragmentação do mercado secundário de ações tende a levar à consolidação da atividade de autorregulação.

7. CONCLUSÃO

Segundo um antigo provérbio chinês, “o inteligente aprende com a experiência própria, o sábio com a experiência do outro”. Na questão da fragmentação do mercado, o regulador brasileiro tem o privilégio de poder tomar decisões após ter observado experiências bem ou mal sucedidas em mercados em que a introdução da concorrência se deu há mais tempo.

É claro que temos a nossa própria experiência de fragmentação, mas ela remonta a um passado em que as condições de negociação eram absolutamente distintas. O desenvolvimento tecnológico criou possibilidades que eram impensáveis quando o mercado brasileiro era fragmentado, razão pela qual nossa experiência de fragmentação deve ser relativizada.

Os desafios para o regulador diante de iminência do início da fragmentação do mercado brasileiro não são poucos e é dever do regulador estar preparado para enfrenta-los (mesmo que eles não se concretizem). Essa preparação não prescinde de discussões com o mercado de temas espinhosos como a obrigatoriedade de prestação de serviços pelas câmaras de compensação e unificação da autorregulação.

Este trabalho se prestou a suscitar alguns temas relativos à introdução de concorrência no mercado secundário brasileiro, dando indicações de encaminhamento para algumas das questões que certamente estão por vir. Como sugestão concreta à abordagem da concorrência, o trabalho propõe que seja permitida a negociação de grandes lotes de ações, em condições a serem fixadas pelo regulador, em mercado de balcão organizado.

Dessa forma, pretende-se simultânea e cautelosamente tratar duas questões que de alguma forma afligem os participantes do mercado: a pouca permeabilidade do mercado brasileiro à concorrência e a criação de ambiente de negociação para grandes lotes de ações, sem prejudicar a formação de preços e comprometer a qualidade do mercado brasileiro.

Bibliografia

ALLEN, F. e GALE, D. (1995). "A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US," *European Economic Review*, 39 (2), 179-209.

_____. "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, 105 (3), 523-546.

BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's Securities Markets. *Stanford Law School*, 2000. Disponível em: < http://ssrn.com/abstract=247673>. Acesso em: 12.dez. 2009.

_____. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review*, Vol. 48, pp. 781-855, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=182169>. Acesso em: 17.dez.2008.

BERGER, A.; DEYOUNG, R.; GENAY, H. e UDELL, G. (1999). "Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance," Federal Reserve Bank of Chicago, WP 99-25.

BOARD, John.; SUTCLIFFE, Charles; WELLS, Stephen. *Transparency and fragmentation*. New York: Palgrave Macmillan, 2002.

CECCHETTI, S. (1999). "The Future of Financial Intermediation and Regulation: An Overview," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 5 (8).

CHLISTALLA, Michael. LUTAT, Marco. *Competition in Securities Markets: The Impact on Liquidity* (1º de Junho de 2010). Financial Markets and Portfolio Management, 25 (2), pp. 149-172, Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=1747645 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1747645

COFFEE, John C. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford: Oxforf University Press, 2006.

_____. Securities regulation: cases and materials. 9th ed. New York: Foundation Press, 2003.

_____. Law and the Market: The Impact of Enforcement. *Columbia Law and Economics Working Paper*, nº 304, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=967482>. Acesso em 17.dez. 2008.

COMERTON-FORDE, Carole. PUTNINS, Talis J. *Dark Trading and Price Discovery* (6 de Janeiro de 2015) Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=2183392 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2183392

CVM. *Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142*, pág. 39 e 40. Disponível em www.cvm.gov.br

DE LUCCA, Newton. SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.). *Direito & Internet – Aspectos Jurídicos Relevantes*. 2ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

_____. *Direito & Internet – Aspectos Jurídicos Relevantes*. Volume II. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

DEGRYSE, Hans. JONG, Frank de. KERVEL, Vincent van. *The Impacts of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality* (1º de Janeiro de 2014). Review of Finance; CentER. Discussion Paper Series nº 2011-069; European Banking Center Discussion Paper 2011-016. Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=1816434 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1816434

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Dissertação de Mestrado - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. 145 p. (Série Estudos Especiais n.º 3).

_____. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v.21, nº 45, p. 48-59, jan./mar. de 1982.

ENG, Edward M.; FRANK, Ronald; LYN, Esmeralda O. (2013) *Finding Best Execution in the Dark: Market Fragmentation and the Rise of Dark Pools*, Journal of International Business and Law: Vol. 12: Iss. 1, Article 4. Disponível em: http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/jibl/vol12/iss1/4

FIORAVANTI, S.F. GENTILE, M. The impact of market fragmentation on European Stock Exchanges. Working Papers, CONSOB, julho/2011.

FORGIONI, Paula A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 7ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

GOETZMANN, William N. e ROUWENHORST, Geert editors. *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*. New York: Oxford University Press, 2005.

HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003.

KERVEL, Vincent van. *Liquidity: What you see is what you get?*, Department of Finance, Tilburg University, TILEC, CentER (http://www.rsm.nl/fileadmin/home/Department_of_Finance__VG5_/LQ5/VanKervel.pdf)

LEWIS, Michael. *Flash Boys - A Wall Street Revolt*. New York: W W Norton & Company, 2014.

LOSS, Louis. *Securities Regulation*. Boston-Toronto: Little Brown and Company, 1961.

_____; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. New York: Aspen, 2001.

McCLESKEY, Scott. *Achieving Market Integration. Best execution, fragmentation and the free flow capital*. Elsevier, 2004.

MURPHY, Antoin E. *John Law: innovating theorist and policymaker* in The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford: Oxford Press, 2005, p. 225/248.

OCDE – *Competition and Barriers to Entry* – Policy Brief - janeiro de 2007. Disponível em http://www.oecd.org/competition/mergers/37921908.pdf

O'HARA, Maureen. YE, Mao. *Is Market Fragmentation Harming Market Quality*? (10 de março de 2009) Disponível em SSRN: http://ssrn.com/abstract=1356839 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1356839

POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law.* 3 ed. Boston e Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários.* São Paulo: Resenha Universitária, 1980.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos. São Paulo: Malheiros, 2001.

SCHWARTZ, Robert. A. BYRNE, John Aidan. COLANINNO, Antoinette. *Electronic vs. Floor Bases Trading*. New York: Springer, 2006.

SEC, *Equity Market Structure Literature Review, Part I: Market Fragmentation*, disponível em http://www.sec.gov/marketstructure/research/fragmentation-lit-review-100713.pdf

_____, *Alternative Trading Systems* - Division of Economic and Risk Analysis, março de 2014.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª ed. 2008.

ZHU, Haoxiang, *Do Dark Pools Harm Price Discovery?*, MIT Sloan School of Management, disponível em http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf