

São Paulo, 26 de junho de 2020.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro, RJ 20050-901

A/C Sr. Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários
Sr. Antônio Carlos Berwanger
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores
Mobiliários
audpublicaSDM0919@cvm.gov.br

Ref.: Audiência Pública SDM Nº 09/2019

Prezados Srs.,

A **CFA SOCIETY BRAZIL** (“CFA”), inscrita sob o CNPJ: 06.916.255/0001-85, com sede na Rua Elvira Ferraz, nº 250 – Conj. 807, na Cidade e Estado de São Paulo, vem, em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019, de 27/12/2019, apresentar manifestação sobre determinados aspectos abordados nas Minutas A, B e C, objeto da audiência.

A CFA é uma entidade amplamente reconhecida no mercado financeiro global, formada por profissionais detentores da certificação Chartered Financial Analyst. Dentre os seus objetivos, destacam-se a promoção da atuação ética e transparente dos participantes do mercado financeiro e de capitais e a proteção dos investidores.

A presente manifestação foi coordenada pelo Comitê de Representação, órgão de apoio ao Conselho de Administração da CFA, incumbido de estudar propostas de alteração normativa empreendidas por órgãos reguladores do mercado de capitais.

Aproveitamos a ocasião para parabenizar esta D. CVM pela meritória e oportuna iniciativa, que visa, por meio da renovação e aprimoramento das regras aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, promover o adequado funcionamento desse mercado em eventual cenário de concorrência entre bolsas.

Trata-se de salutar esforço de adaptação da atual disciplina frente às novas circunstâncias vivenciadas pelo mercado brasileiro, que certamente proporcionará maior eficiência, transparência e segurança a esse mercado, contribuindo para o seu pleno desenvolvimento.

A presente manifestação contém considerações da CFA sobre aspectos das Instruções objeto desta audiência que nos pareceram merecer debate, e está dividida em **quatro** seções, além desta introdução.

A **primeira** seção apresenta as considerações da CFA sobre a negociação com grandes lotes de valores mobiliários, referida no art. 67 da Minuta A. A **segunda**

seção, por sua vez, propõe algumas reflexões sobre a extensão da competência do autorregulador único, promovida pelo art. 8º da Minuta B. A **terceira** seção trata de aspectos relacionada à busca pelas melhores condições na execução das ordens dos clientes, disciplinada na Minuta C. Por fim, a quarta seção conclui.

I. **Negociação com grandes lotes (art. 67 da Minuta A)**

O **art. 67 da Minuta A** trata das operações com grandes lotes, estabelecendo **(i)** os requisitos necessários à sua caracterização e **(ii)** os mercados e segmentos nos quais tais operações podem ser realizadas.

Antes de passar aos comentários específicos relacionados a esse dispositivo, a CFA gostaria de manifestar seu apoio à iniciativa da CVM de regulamentar a negociação com grandes lotes (também conhecida como *block trade*). Com efeito, a regulamentação proposta contribui para o funcionamento mais eficiente do mercado¹ e evita a necessidade de fragmentação de lotes para a execução de operações – o que não apenas implica em custos operacionais, mas também gera claras ineficiências no processo de negociação no mercado brasileiro.

Sem prejuízo disso, e considerando que, não raro, *block trading facilities* tendem a assumir as feições de verdadeiros Ambientes de Negociação Alternativos (vulgarmente conhecidos como *dark pools*), a CFA gostaria de destacar a importância de se tomarem os cuidados adequados para evitar que, nesse momento, isso ocorra em nosso mercado.

Em que pese algumas vantagens que se possa mencionar da adoção de Ambientes de Negociação Alternativos (como maior diversificação de oportunidades para a execução de grandes ordens, evitando uma pressão sobre os preços por liquidez), há problemas de transparência, ausências de regras prudenciais e de supervisão que normalmente caracterizam tais ambientes.

Como destacado, os Ambientes de Negociação Alternativos são bastante utilizados em operações de *block trade*, já que, por conta de sua opacidade, permitem o encontro de uma oferta de compra e venda sem gerar vulnerabilidades para o ofertante. Por outro lado, estudos apontam que esses ambientes, justamente pela sua opacidade, podem incrementar custos de negociação e prejudicar o processo de formação de preço, aumentando os *spreads*². É importante, em qualquer hipótese, criar mecanismos capazes de limitar não apenas essa eventual e característica falta de transparência, mas também a própria migração da liquidez do mercado para ambientes de negociação fechados, de acesso mais restrito.

¹ Sobre os efeitos do *block trade* no mercado, cf., artigo de Frank K. Reilly, disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/research/financial-analysts-journal/1984/block-trading-and-aggregate-stock-price-volatility>, último acesso em 17/06/2020.

² “Our dark pools report identified how increasing the opacity of trading, principally through internalization, will undermine improvements in trading costs with impaired price determination and wider spreads. To avoid these negative repercussions, regulators should monitor growth of dark trading volume and improve reporting and disclosure around dark pool trading to enable appropriate measures by investors and regulators, alike” (<https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/dark-pools>, último acesso em 17/06/2020).

Assim, a CFA reitera seu apoio à iniciativa da CVM de cuidar da negociação de grandes lotes nos termos da minuta – vale dizer, pelo menos por ora, no contexto dos ambientes tradicionais de negociação do mercado brasileiro (bolsa e balcão), e não via Ambientes de Negociação Alternativos, sem uma reflexão ou discussão ampla de todas as implicações desta última alternativa (a exemplo daquelas questões já identificadas, e referidas acima, no exterior).

Feitas essas considerações gerais, a CFA gostaria de trazer ainda um questionamento sobre a questão da caracterização de grande lote.

Com efeito, um dos requisitos estabelecidos na Minuta A para caracterizar uma “operação com grandes lotes”, é a exigência que ela “ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários” (**art. 67, §1º, inciso II**). A aplicação desse conceito (que já é utilizado em outras normas, para outros fins), pode gerar algumas dúvidas nesse contexto.

Imagine-se o caso de um gestor que realiza uma negociação com grande lote e posteriormente a rateia entre diversos fundos de investimento sob sua gestão – essa operação pode ser entendida um “lote único ou indivisível” ou deixa de ser assim considerada pelo fato ter sido posteriormente dividida entre aqueles fundos?

Em larga medida, a demanda por mecanismos para a negociação de grandes lotes advém da indústria de fundos de investimento. E, inclusive por isso, sugerimos à CVM esclarecer e registrar que o conceito de lote único e indivisível se aplica ao estágio de negociação – de modo que, independentemente dele e das regras ora discutidas, os gestores possam utilizar esses mecanismos e, posteriormente, seguir alocando os resultados da operação dentre os diversos fundos ou carteiras sob sua administração, sem que isso descaracterize aquela operação como de grande lote.

Assim, propomos as seguintes alterações ao art. 67 da Minuta A:

Art. 67. São admitidas operações com grandes lotes de valores mobiliários em mercados organizados, nas seguintes hipóteses:

I – nos mercados organizados de bolsa ou balcão, em segmentos de negociação específicos para este fim ou por meio da adoção de procedimentos especiais de negociação;

II – nos mercados de balcão organizado, por meio de registro de operações previamente realizadas.

§ 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, no momento da negociação, às seguintes condições:

I – a quantidade de valores mobiliários envolvida não seja inferior à calculada e divulgada pela entidade responsável pela autorregulação unificada dos mercados organizados nos termos da regulamentação específica; e

II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários.

§2º A posterior alocação, por gestor de recursos, do resultado de operações com grande lote entre diversos fundos de investimento ou carteiras administradas de

valores mobiliários, nos termos de norma específica da CVM, não descaracteriza tal lote como único e indivisível.

§ 3º No caso de valores mobiliários também admitidos à negociação em outras categorias de mercado, o regulamento de negociação da entidade administradora de mercado organizado deve fixar os critérios de aceitação de registro de operações que considerem os preços e quantidades praticadas no mercado de maior liquidez.

II. Extensão da competência da autorregulação (art. 8º da Minuta B)

A Minuta B propõe a adoção de um modelo de autorregulação unificada, definindo as normas referentes à constituição, à organização e ao funcionamento dessa entidade. No que concerne à sua competência, o art. 8º da minuta estabeleceu que ficarão sujeitas à supervisão do autorregulador único:

- (i) operações realizadas nos mercados organizados e nas infraestruturas do mercado financeiro;
- (ii) participantes das entidades administradoras de mercado organizado e das entidades operadoras de infraestrutura do mercado financeiro, bem como seus administradores, funcionários e prepostos; e
- (iii) investidores e demais participantes que possuam acesso direto aos mercados organizados ou, quando for o caso, às respectivas infraestruturas do mercado financeiro mediante a existência de arranjos contratuais nesse sentido.

Com isso, a Minuta B expandiu as competências, hoje atribuídas aos departamentos de autorregulação pela atual Instrução CVM nº 461/2007³, em dois sentidos: estabeleceu que o novo autorregulador único passará a monitorar não apenas os participantes das entidades administradoras de mercados organizados, mas também investidores que tenham acesso direto aos referidos mercados; e, ainda, atribuiu a tal entidade competência sob a atividade de pós-negociação.

Primeiramente, a CFA gostaria de reforçar o seu entendimento de que o aumento do perímetro de atividades e participantes sujeitos à supervisão das entidades autorreguladoras é medida benéfica ao desenvolvimento do mercado de capitais. As entidades responsáveis pela autorregulação, com efeito, desempenham papel de suma importância na fiscalização desse mercado e o aumento de sua competência contribui para o *enforcement* das normas aplicáveis⁴.

³ Art. 36 da Instrução CVM nº 461/2007: “Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.”

⁴ Ademais, o reforço da autorregulação gera também uma maior flexibilidade e capacidade de adaptação às complexidades e constantes mudanças do mercado, uma maior eficiência e redução do custo de regulação (Stavros Gadinis e Howell E. Jackson, “Markets as Regulators: a survey”, Southern California Law Review, v. 80, 2007, pp. 1250-1252).

Sem prejuízo, cabe trazer alguns pontos de reflexão sobre a proposta.

Necessidade de previsão legal

Um primeiro ponto que entendemos importante considerar neste debate é se a ampliação das competências da entidade autorreguladora encontra fundamento na Lei nº 6.385/1976.

Esse diploma prevê, no §1º do art. 17, que “[à]s Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, **fiscalizar os respectivos membros** e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (grifou-se).

Não nos parece que, ao se referir a “membros” das bolsas de valores, a norma estaria aludindo a investidores que operam por meio de ferramentas de acesso direto ao mercado (*Direct Market Access – DMA*).

É verdade que existem diferentes ferramentas de DMA, mas, em qualquer caso, para que o investidor possa acessá-las, ele deve se registrar em uma corretora, que ficará responsável por supervisionar as operações realizadas. Como o acesso desses investidores ao mercado se dá sempre por intermédio de um intermediário, não nos parece que esses investidores possam ser considerados típicos membros da bolsa de valores, na dicção e na intenção da lei com aquele dispositivo.

Ainda sobre a pretendida extensão daquela competência: alguns aspectos práticos

O segundo motivo pelo qual a CFA acredita que investidores com acesso direto ao mercado não devem estar sujeitos à competência do autorregulador único está associado às potenciais implicações práticas que podem derivar de tal previsão.

Nesse sentido, vale chamar a atenção para o fato de que essa extensão de competência da entidade autorreguladora possibilita o surgimento de regimes de atuação conflitantes.

Explica-se: sob a égide da nova norma, determinados investidores ficarão diretamente sujeitos à competência do autorregulador único, precisando adotar os padrões de conduta por ele considerados adequados (e sujeitando-se a um acompanhamento permanente da observância desses padrões). Outros investidores, por sua vez, estarão sujeitos diretamente apenas à CVM, sob regras de caráter mais geral. A rigor, cria-se, aí, uma possibilidade de arbitragem regulatória que pode levar a diversas ineficiências. E isso para não falar na possibilidade de adoção de critérios contraditórios na interpretação das normas vigentes.

Ademais, há dúvidas sobre a capacidade de o novo autorregulador se comunicar satisfatoriamente com todos os seus regulados, ante o seu novo e muito mais abrangente escopo de atuação. Afinal, a regra que se pretende instituir alarga significativamente a quantidade de participantes que poderão ser investigados e processados pela entidade autorreguladora.

Por conta de todo o exposto acima, a CFA propõe a exclusão do inciso III do art. 8 da Minuta B:

Art. 8º A entidade autorreguladora deve supervisionar:

I – as operações realizadas nos mercados organizados e nas infraestruturas do mercado financeiro;

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

Fiscalização pelas corretoras das operações realizadas por participantes com acesso direito ao mercado

Caso a CVM opte por manter os investidores com acesso direito ao mercado sob a competência do autorregulador único, a CFA entende importante discutir os contornos da responsabilidade dos intermediários, no novo contexto introduzido pela norma em questão.

Conforme mencionado acima, atualmente as corretoras são responsáveis por supervisionar as operações realizadas pelos clientes que possuam acesso direto ao mercado e por prestar as respectivas informações exigidas pelo autorregulador.

Como tais investidores passarão a ser abrangidos pela competência do autorregulador único, a CFA reputa importante discutir se faria sentido que as corretoras continuassem obrigadas a fiscalizar as mencionadas operações e a fornecer informações sobre elas, ou se seria mais eficiente que tal monitoramento passasse a ser realizado exclusivamente pelo autorregulador único. Qual será exatamente o papel do intermediário nesse novo contexto?

III. Best Execution (Minuta C)

A Minuta C, por sua vez, trata da obrigação dos intermediários pela melhor execução das ordens recebidas de seus clientes. A norma propõe alguns aperfeiçoamentos à disciplina constante da Instrução CVM nº 505/2011, dentre os quais se destaca o estabelecimento de critério diferenciado para aferição da melhor execução para clientes do varejo: o desembolso total pela operação (§2º do art. 19).

A CFA gostaria de manifestar a seu inteiro apoio às mudanças propostas pela CVM, ressaltando a importância de assegurar o *best execution* também nas operações realizadas com *block trades*.

IV. Conclusões

Colocamo-nos desde já à disposição para um contínuo diálogo com esta D. CVM, com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre os temas aqui abordados e o desenvolvimento seguro e sustentável do mercado de valores mobiliários no Brasil. Agradecemos, igualmente, a oportunidade de participação na presente Audiência Pública.



Sendo então o que se apresentava para o momento, aproveitamos o ensejo da presente para reiterarmos junto a V.Sas. nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,
CFA Society Brazil

Felipe Nogueira
Presidente

Flávio Papelbaum
Membro do Conselho