

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
2014**

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.

Catálogo 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 eletronicado 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 speeds 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, there was no increased competition in the secondary stock market. 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.

ABSTRACT

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 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 l'homme. 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 processus réglementaire du changement 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 listagem¹, 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 os 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.

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: Oxford 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, 2^a 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