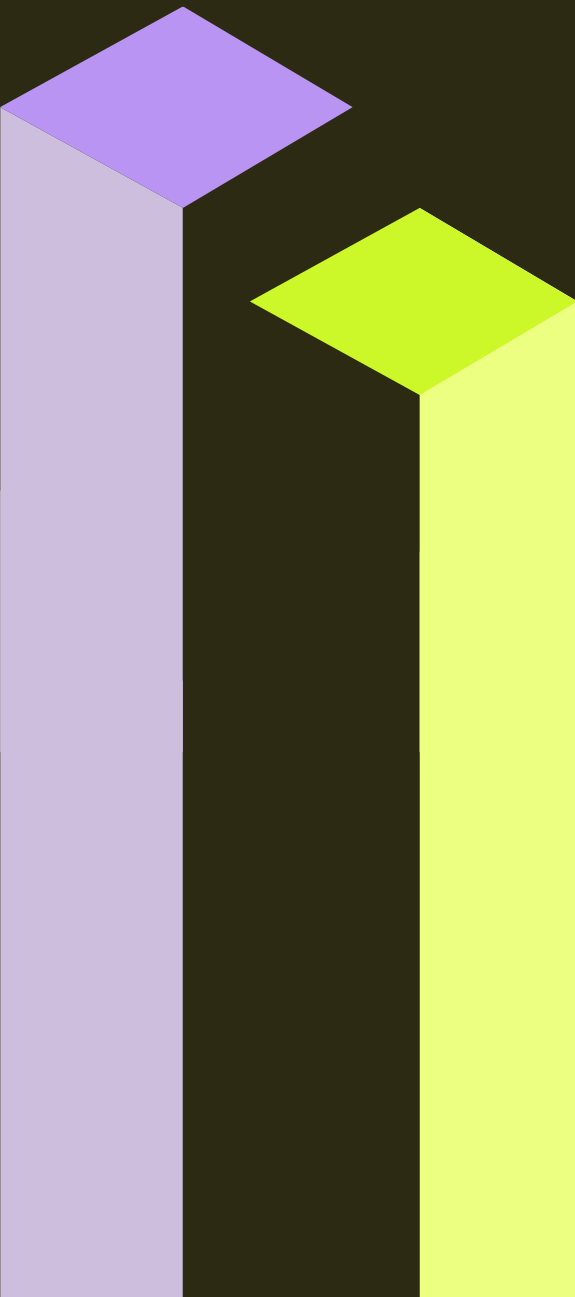


# ESTRUTURA DE MERCADO EM DESTAQUE

**BOLSAS SÃO PLATAFORMAS E NEM  
TODA COMPETIÇÃO É IGUAL**

Francisco Gurgel



**base**

EXCHANGE

## BOLSAS SÃO PLATAFORMAS E NEM TODA COMPETIÇÃO É IGUAL

### Introdução

As bolsas de valores são fundamentais para a economia global, atuando como plataformas que conectam investidores individuais, instituições financeiras e empresas. Elas não só possibilitam a compra e venda de ativos, mas também desempenham um papel crucial na formação de preços justos e na alocação de capital.

O avanço da tecnologia impactou fortemente os modelos de negócios das bolsas. A velocidade e redução dos custos das transações, o acesso global e o aumento da transparência e segurança estão entre os principais fatores impactados.

A competição entre bolsas é uma realidade global, assim como o surgimento de plataformas de negociação alternativas<sup>1</sup>, o que eleva o nível de discussão sobre diferentes estruturas de mercado.

### Bolsas são plataformas multilaterais

Mesmo antes da consolidação do conceito de plataformas digitais como hoje conhecemos em economia moderna, as bolsas de valores já eram corretamente chamadas de plataformas de negociação.

De uma forma geral, plataformas digitais são entendidas como facilitadores de interações entre diferentes grupos de usuários, criando valor para todos os participantes envolvidos ao permitir trocas e conexões que não seriam tão fáceis ou eficientes de outra forma<sup>2</sup>. Aspectos importantes incluem o uso de tecnologia, a criação de um ecossistema, o estabelecimento de regras claras, a transparência na divulgação de dados e o feedback contínuo para aprimoramentos.

Bolsas são plataformas multilaterais que conectam investidores individuais, instituições financeiras, empresas e outros participantes, proporcionando um ambiente no qual múltiplas partes possam interagir e realizar negócios de maneira regulada, informada e eficiente. As bolsas criam valor não apenas ao facilitar o encontro entre compradores e vendedores, mas também ao reduzir os custos de

<sup>1</sup> Plataformas de negociação alternativas referem-se a sistemas de negociação de valores mobiliários fora das bolsas tradicionais, oferecendo aos investidores locais adicionais para comprar e vender ações. Elas geralmente apresentam diferentes regras de operação, maior flexibilidade e, em alguns casos, custos menores, servindo como complemento ou alternativa aos mercados tradicionais.

<sup>2</sup> Platform Revolution: How Networked Markets Are Transforming the Economy and How to Make Them Work for You (Geoffrey G. Parker, Marshall W. Van Alstyne e Sangeet Paul Choudary).



transação, aumentar a probabilidade de sucesso na busca por contrapartes e promover uma melhor formação de preços dos ativos negociados.

Fatores como nível de serviço, inovação, tecnologia, regras de negócios e simplicidade de uso influenciam a capacidade das bolsas – assim como das plataformas em geral – de atrair participantes para seus mercados.

### **Nem todas as plataformas são iguais**

As bolsas tradicionais são conhecidas por seu papel fundamental na economia global, facilitando a negociação de ativos e garantindo transparência e eficiência na alocação de recursos financeiros. Sua relevância se deve, em grande parte, ao fato de que são as principais responsáveis pelo processo de formação de preços dos ativos financeiros, também conhecido como price discovery<sup>3</sup>.

Sujeitas às regulações específicas de seus países, bolsas têm suas tecnologias, regras e processos construídos de forma a melhor cumprir com seu objetivo primário de, utilizando a totalidade de informações disponibilizadas por compradores, vendedores e emissores, formar preços justos e eficientes ao passo que facilita a transação entre investidores. Qualquer desvio desse objetivo deve ser abordado com cautela.

Para tal, as bolsas tradicionais integram dois aspectos essenciais:

- (i) Acesso justo e não discriminatório – com base em critérios objetivos, pré-definidos e públicos, todos os tipos de investidores e intermediários regulados devem ter acesso equitativo aos sistemas e serviços da bolsa. Esses critérios não podem ser utilizados para favorecer determinados tipos de investidores em detrimento de outros.
- (ii) Transparência pré e pós-negociação – é essencial garantir que os clientes tomem decisões de compra e venda com base em informações suficientes e adequadas, promovendo uma formação de preços eficiente. Embora as bolsas não controlem a divulgação de informações fora de seu ambiente, elas têm o dever de oferecer transparência em tempo real sobre as condições de negociação e de divulgar os detalhes das transações imediatamente após sua realização.

<sup>3</sup> Price discovery é o processo pelo qual uma bolsa determina o preço de mercado de um ativo, com base na interação entre oferta e demanda. Esse mecanismo permite que os participantes identifiquem o valor justo de compra e venda em tempo real, refletindo as condições e expectativas do mercado.



Esses dois aspectos são fundamentais para que o processo de formação de preços seja eficiente, maximizando as chances de que todas as informações disponíveis, assim como as expectativas do mercado, estejam ali refletidas.

Entretanto, nem todas as plataformas são iguais.

Comuns nos mercados americanos e europeus, as plataformas alternativas de negociação também buscam facilitar as transações de ativos entre compradores e vendedores<sup>4</sup>, mas sem a necessidade de seguir as mesmas regras das bolsas tradicionais. Exemplos comuns dessas plataformas incluem as Crossing Networks, como os Dark Pools e as Block Trading Facilities, além dos internalizadores de ordens, geralmente operados por corretoras que se tornam contrapartes de seus próprios clientes.

Embora compartilhem o objetivo comum das bolsas tradicionais de facilitar o encontro entre compradores e vendedores, as plataformas alternativas desempenham um papel secundário no processo de formação de preço dos ativos. Elas, de forma geral, dependem dos preços dos ativos negociados nas bolsas tradicionais como referência para casar ofertas em seus próprios ambientes.

Diferentemente das bolsas tradicionais, as plataformas alternativas não são acessíveis a todos os tipos de investidores e possuem critérios mínimos de transparência pré negociação<sup>5</sup>. Isso explica, em grande parte, por que elas contribuem menos para o processo de formação de preços, embora sejam importantes para fomentar a liquidez e atender a demandas específicas de parte dos investidores e intermediários.

## A questão da divisão da liquidez

A coexistência de plataformas de negociação, como bolsas tradicionais e plataformas alternativas, dentro de uma mesma jurisdição, naturalmente gera diferentes impactos na estrutura desse mercado.

Como presente na literatura moderna, a competição no ambiente de plataformas de negociação contribui para a formação de mercados mais eficientes. Essa eficiência geralmente é resultado de fatores como inovação tecnológica, aumento da oferta de produtos e serviços, redução de custos implícitos e explícitos de execução<sup>6</sup>, maior agilidade na resposta às demandas dos usuários, entre outros. Mercados eficientes atraem emissores e investidores,

<sup>4</sup> Com exceção dos internalizadores de ordens, que usam capital próprio e se tornam contrapartes de seus clientes.

<sup>5</sup> Embora, historicamente, plataformas alternativas com transparência pré negociação tenham migrado suas licenças para a de bolsas tradicionais, ainda existe um número limitado que oferece transparência na publicação de cotações.

<sup>6</sup> Os custos explícitos são aqueles diretamente identificáveis, como taxas de corretagem e tarifas de bolsa. Já os custos implícitos envolvem impactos indiretos, como o spread bid-ask e o impacto de mercado causado pela execução da ordem. Ambos influenciam o custo total de uma transação.

o que leva a um aumento da liquidez e a uma redução proporcional dos spreads<sup>7</sup>, com uma maior convergência entre compradores e vendedores.

Por outro lado, embora a competição promova eficiência e inovação, ela também traz desafios que precisam ser gerenciados para garantir que o mercado funcione de maneira justa e eficiente para todos os participantes. Esses desafios geralmente estão ligados à fragmentação da liquidez, o que poderia resultar em um processo disperso de formação de preços e, potencialmente, aumentar os custos para os investidores na obtenção dos preços de referência em cada bolsa.

Nesse sentido, a quantidade de plataformas promovendo competição em uma mesma classe de ativos é uma variável importante na balança entre os benefícios advindo da concorrência versus os desafios de múltiplas plataformas operando simultaneamente. Em outras palavras, há um ponto em que os ganhos de eficiência, inovação e qualidade são maximizados; a partir desse momento, a adição de novas plataformas tende a gerar custos aos participantes, com ganhos marginais.

Portanto, nem toda competição é igual, e seus efeitos – tanto positivos quanto negativos – podem variar de acordo com o número de plataformas, com as suas características (sejam elas bolsas tradicionais ou plataformas alternativas), e com a maturidade tecnológica dos mercados e participantes.

#### **a. Bolsas tradicionais tem externalidade de rede indireta**

Considere duas bolsas de países distintos, como a NYSE nos Estados Unidos e a B3 no Brasil. Apesar de ambas terem semelhanças em relação às principais características de seus mercados (acesso não discriminatório, transparência pré e pós-negociação, negociação contínua, dentre outras), elas negociam ativos diferentes – funcionando como importantes ferramentas para formação de preço em seus respectivos mercados.

Parece fácil entender que ambas funcionam como plataformas independentes e isoladas, cada uma em sua própria jurisdição e negociando ativos distintos<sup>8</sup>. No entanto, existem ao menos dois aspectos comuns a elas: parte de seus usuários, incluindo investidores, corretoras e formadores de mercado, é compartilhada, acessando ambos os mercados, e os ativos negociados apresentam algum nível de correlação<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Spread é a diferença entre o preço de compra (oferta) e o preço de venda (demanda) de um ativo em uma bolsa de valores. Essa diferença reflete a liquidez do ativo e os custos de transação, sendo um indicador importante da eficiência do mercado.

<sup>8</sup> Excluindo, para fins do exemplo, as ADRs e BDRs

<sup>9</sup> Correlação entre dois ou mais ativos representa o grau de relacionamento entre seus movimentos de preço.



Portanto, embora sejam duas bolsas independentes, o que acontece em uma reflete, de alguma forma, na outra. Esse reflexo é diretamente proporcional ao tamanho da base de clientes comum e ao nível de correlação entre os ativos que negociam. Esse efeito não ocorreria se a base de clientes de uma bolsa não tivesse visibilidade sobre o que acontece na outra. Da mesma forma, mesmo que houvesse visibilidade, isso não faria diferença se os ativos negociados em cada uma delas não tivessem absolutamente nenhuma relação entre si.

Essa externalidade de rede indireta está presente nas bolsas tradicionais e é maximizada quando as duas bolsas operam na mesma jurisdição, negociando literalmente os mesmos ativos e sendo observadas pelos mesmos investidores. As transações realizadas em uma bolsa refletem instantaneamente na outra, pois ambas estão “conectadas” pela mesma base de clientes. Distorções de preços de um ativo somente se mantêm por milésimos de segundo, pois são rapidamente capturadas por arbitradores. Essa dinâmica mantém o processo de formação de preços eficiente e coeso.

Nesse caso de competição entre bolsas tradicionais, que atuam à luz da transparência de informações e do acesso amplo e não discriminatório, os potenciais efeitos negativos da divisão de liquidez são minimizados.

### **b. Tecnologia simplifica para o investidor ao transformar diversas bolsas em um único mercado virtual.**

A evolução da tecnologia tem desempenhado um papel fundamental na transformação dos mercados de bolsas de valores ao longo das últimas décadas. As inovações tecnológicas mudaram a forma como as bolsas operam, melhorando a eficiência, a velocidade e a acessibilidade das negociações. Do ponto de vista dos investidores, a tecnologia simplificou a experiência do usuário, especialmente em um ambiente com múltiplas bolsas.

Por exemplo, o mercado americano atualmente conta com 16 bolsas tradicionais<sup>10</sup>, incluindo as conhecidas NYSE e NASDAQ. Parece inviável imaginar que cada investidor precise lidar individualmente com cada uma delas, recebendo informações de preço dos ativos de forma segregada e tendo que escolher, ordem a ordem, qual bolsa oferece as melhores condições de negociação.

Por meio de sistemas de roteamento inteligente, onde as ordens são enviadas automaticamente para a bolsa com as melhores condições de negociação, e consolidadores de cotações, que fornecem uma visão unificada de book, investidores atuam como se estivessem operando em um único mercado virtual - eliminando a necessidade de monitorar diferentes mercados individualmente e tornando o processo de investimento mais eficiente e menos

<sup>10</sup> 5 afiliadas da NYSE, 3 afiliadas da NASDAQ, 4 afiliadas da CBOE além da IEX, MEMX, LTSE e MIAAX.



complexo. Tais tecnologias são comumente ofertadas por corretoras e provedores de tecnologia, que se especializam em tais serviços como forma de diferenciação e para agregar valor aos seus clientes.

Os roteadores inteligentes evoluíram a ponto de integrar de forma eficiente as bolsas tradicionais, aproveitando as cotações em tempo real, e as plataformas alternativas, onde, na ausência de transparência pré-negociação, utilizam abordagens estatísticas.

Assim, a tecnologia desempenha um papel essencial no desenvolvimento das estruturas de mercado ao maximizar os benefícios da concorrência, enquanto minimiza os impactos da fragmentação da liquidez, unificando os mercados para o investidor e gerando eficiência – o que atrai emissores e investidores.

## **Sobre o autor:**

**Francisco Gurgel é engenheiro e especialista em estrutura de mercado de bolsas de valores e tecnologia de negociação eletrônica de ações e derivativos. Com ampla experiência no setor financeiro, é fundador da BASE Exchange e da Flowa Technologies, empresas que refletem seu compromisso com a inovação e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.**

