



CETIP/DIPRE – 089/2013

São Paulo, 12 de Agosto de 2013.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901

At.: Sra. Flávia Mouta Fernandes

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13

Prezados Senhores,

A Cetip S.A. - Mercados Organizados ("Cetip") vem apresentar comentários ao Edital de Audiência Pública em referência, o qual tem por objeto convidar o mercado a se manifestar *"sobre as opções regulatórias relacionadas à identificação, à mitigação, ao gerenciamento de riscos decorrentes da fragmentação de liquidez e de dados e à possível mudança na estrutura de autorregulação, tendo em vista a hipótese de concorrência entre plataformas de negociação"*.

Na qualidade de entidade administradora de mercados regulamentados de valores mobiliários, operacionalizados, inclusive, por meio de plataforma eletrônica, a Cetip vem acompanhando os estudos relativos à introdução de concorrência no mercado de serviços de negociação e de pós-negociação de ações no Brasil e aos impactos que essa concorrência acarretaria.

Também a respeito desse tema, a Cetip participou de reunião promovida por esta Autarquia para a apresentação do resultado do estudo *"Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação"*

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435

cetip.com.br



e pós-negociação em Brasil?", que contou com diversos representantes do mercado de capitais. Naquela ocasião, a Cetip se posicionou no sentido de apoiar a livre iniciativa e economia de mercado, a correção de disfunções visando maior eficiência, desenvolvimento e segurança do mercado, bem como o equilíbrio na intervenção regulatória.

No tocante ao Edital de Audiência Pública objeto da presente, a Cetip entende que a regulamentação deveria evoluir de forma a permitir a existência de múltiplos ambientes de negociação de ações.

Sabemos que a adoção desse modelo implicará em alterações substanciais e complexas na regulamentação vigente, mas acreditamos que, a longo prazo, resultará na evolução do mercado de capitais, elevando-o a um novo patamar.

Entendemos ainda relevante mencionar que, a despeito de o Edital em questão se referir a múltiplos ambientes de negociação, parece-nos fundamental que o exame da fragmentação da negociação esteja associado aos possíveis modelos de serviços de pós-negociação, que abrangem tanto os prestadores de serviços de compensação e de liquidação, que atuem ou não como contraparte central, quanto as depositárias.

Desse modo, seria pertinente, na medida em que for possível, a análise da combinação de modelos de serviços de negociação e de pós-negociação (no caso destes últimos, abrangendo as duas atividades acima referidas), conforme abaixo indicado, levando sempre em consideração a escala de negócios, a necessidade de desenvolvimento tecnológico e interoperabilidade entre as entidades que exerçam cada uma das atividades:

- I) Negociação consolidada e pós-negociação consolidado
- II) Negociação consolidada e pós- negociação fragmentado
- III) Negociação fragmentada e pós- negociação consolidado
- IV) Negociação fragmentada e pós- negociação fragmentado

Encaminhamos, a seguir, comentários que julgamos pertinentes com relação a determinadas perguntas apresentadas no Edital.

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

cetip.com.br

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435



Best Execution

- i. *Quais seriam os fatores a serem levados em conta em uma regra de best execution, considerando a existência de diversas bolsas concorrentes? Por quê?*

Entendemos que os principais fatores a serem considerados em uma regra de *best execution* é a escala de negócios e os custos envolvidos para o seu cumprimento, em especial com tecnologia.

Em um cenário de convivência de diversas bolsas, o cumprimento da regra exigirá que os intermediários estejam conectados às diferentes plataformas de negociação ou que obtenham acesso, em tempo real, aos dados relativos às ofertas de negócios disponíveis em diferentes plataformas, de modo que possam selecionar aquela que, em determinado momento, for a melhor para seu cliente.

Para efeito de otimização de custos ao mercado, seria interessante uma análise de viabilidade da atribuição de responsabilidade de melhor execução às bolsas, por meio do roteamento de ordens entre as mesmas.

- ii. *Seria desejável o estabelecimento de critérios/parâmetros para a verificação do cumprimento da execução das ordens? Caso positivo, quais poderiam ser esses critérios/parâmetros? Por quê? Caso negativo, por que não seria apropriada a definição de critérios/parâmetros?*

Em nossa opinião, seria importante o estabelecimento de critério que considere, necessariamente, os seguintes elementos: preço e lote da oferta.

Diferenciação de fatores por perfil do investidor

- i. *Seria oportuno a CVM adotar diferentes fatores de best execution, tendo em vista que diferentes perfis de investidores podem ter estratégias distintas de negociação? Por exemplo, investidores de varejo, institucionais, aqueles que operam por meio de acesso direto ao mercado (DMA) ou ainda os investidores de alta frequência (HFT)?*

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

cetip.com.br

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435



A princípio, existindo uma regulamentação adequada a respeito da regra de *best execution*, que considere os elementos mencionados na resposta acima (preço e lote da oferta), não haveria necessidade de serem estabelecidas diferentes regras de *best execution* para diferentes categorias de investidores.

Conexão e roteamento de ordens

- i. *A adoção de um regime de best execution, em cenário de concorrência entre bolsas, implicaria em mudanças relevantes nos sistemas ou procedimentos dos intermediários?*

Em linha com os comentários que apresentamos no item “*Best Execution*” acima, entendemos que a adoção desse regime traria impactos relevantes para os intermediários, já que, para cumprimento da regra, deverão estar conectados às diversas plataformas de negociação ou obter acesso às ofertas de negócios disponibilizadas nas referidas plataformas.

Ainda a respeito desse tema, reiteramos que seria válida a análise do impacto em um cenário alternativo de a responsabilidade pela melhor execução ser atribuída às próprias bolsas.

- ii. *Seria apropriado estabelecer previsões para os administradores de mercado no sentido de estarem também sujeitos ao regime de best execution, nos moldes da Order Protection Rule? Quais seriam os desafios e benefícios dessa opção?*

Sim, parece-nos adequado que as entidades administradoras de mercado estejam sujeitas ao regime de *best execution*, como já sugerido nas respostas anteriores.

Tal opção implicaria em custos para as referidas entidades, que deverão preparar seus sistemas visando a interoperabilidade com os sistemas das demais entidades. Entretanto, acreditamos que essa opção pode gerar maior ganho de escala para o mercado. Além disso, acabaria por mitigar o risco de fragmentação

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435



da liquidez do mercado, e poderia beneficiar as atividades de supervisão e fiscalização do cumprimento da regra de *best execution*, que passariam a ser realizadas nos sistema das entidades administradoras de mercado, e não em cada um dos intermediários.

Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação

- i. *Qual seria a melhor forma de implementar a fita consolidada no Brasil? Um único ou diversos consolidadores? Por quê?*

Esse é um aspecto extremamente relevante em um contexto de convivência de diversas plataformas de negociação. Em nossa opinião, os dados relativos às ofertas disponibilizadas nas plataformas de negociação, e também aos negócios efetivamente realizados nessas plataformas, deveriam ser divulgados por diversos consolidadores, os quais seriam devidamente qualificados para tal função, de acordo com critérios a serem oportunamente avaliados.

- ii. *Haveria alguma questão de ordem operacional que deveria ser avaliada sob a perspectiva dos usuários e sob a perspectiva do(s) consolidador(es) reconhecido(s) pela CVM, considerando a desvinculação do serviço de fornecimento de informações consolidadas de outros serviços prestados?*

Em nossa opinião, é fundamental que o fornecimento de dados de pré-negociação, e também de pós-negociação, provenientes de cada plataforma de negociação e de entidade(s) responsável(is) pelas atividades de pós-negociação esteja desvinculado de outros serviços prestados pelo consolidador. Deve, portanto, ser um serviço passível de contratação de forma autônoma.

- iii. *Administradores de mercado deveriam poder cobrar pelo fornecimento de dados sobre cotações e ordens executadas ao(s) consolidador(es)?*

Sim, em modelos semelhantes aos já praticados pelo mercado (venda de "market data").

- iv. *Administradores de mercado deveriam poder exercer o papel de consolidadores?*

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435



Sim, em nossa visão, os administradores de mercado poderiam exercer esse papel, desde que atendam os mesmos requisitos aplicáveis aos demais consolidadores.

Supervisão, autorregulação e normatização

- i. *Quais seriam os aspectos positivos ou negativos da estrutura atual de autorregulação, em existindo diversas bolsas concorrentes?*

A nosso ver, em existindo diversas bolsas concorrentes, a atual estrutura de autorregulação não seria adequada.

Considerando que negócios com as mesmas características, tendo por objeto o mesmo ativo, e eventualmente envolvendo os mesmos intermediários, seriam realizados em diferentes bolsas, não seria adequada a sua supervisão por entidades ou departamentos de autorregulação distintos, visto ser provável que estes adotem parâmetros diferentes nas suas atividades de supervisão.

- ii. *Considerando a hipótese de diversas bolsas concorrentes, a estrutura atual de autorregulação seria adequada?*

Caso a resposta seja negativa:

ii.b Qual seria a estrutura mais adequada? Fundamente a resposta. No caso de indicar a centralização de algumas atividades hoje sob um único autorregulador, que salvaguardas precisariam ser consideradas? A estrutura proposta implicaria custos adicionais para a sua atividade? A organização da estrutura proposta implicaria em que tipos custos de implantação e manutenção? Como eles deveriam e poderiam ser financiados?

Em razão do exposto acima, parece-nos que a atividade de autorregulação em um cenário de múltiplos ambientes de negociação deveria ser centralizada e desempenhada por uma única entidade autônoma.

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435



Tal entidade poderia, eventualmente, ser formada por representantes das próprias entidades administradoras de mercado. Os aspectos de governança relacionados a essa entidade (composição, estrutura de administração e de supervisão), orçamento, dentre outros, deverão ser analisados oportunamente.

Sendo o que se apresentava para o momento, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

CETIP S.A. – Mercados Organizados

Francisco Carlos Gomes
Diretor Vice-Presidente Executivo
Financeiro, Corporativo e de
Relações com investidores

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1663
1º andar - Jardim Paulistano
01452-001 - São Paulo - SP
+55 11 3111-1400 / 2138-1400
+55 11 3111-1563

cetip.com.br

Av. Dr. Dib Sauaia Neto, 227
Centro de Apoio I - Alphaville
06541-010 - Santana de Parnaíba - SP
+55 11 4152-9300
+55 11 4152-9348

Av. República do Chile, 230
11º andar - Centro
20031-919 - Rio de Janeiro - RJ
+ 55 21 2276-7474 / 2138-7474
+ 55 21 2276-7435