



São Paulo, 11 de setembro de 2013.

À Comissão de Valores Mobiliários  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Prezados Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2013 por meio do qual essa Autarquia pôs em audiência o convite para apresentação de manifestações 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.

Assim, apresentamos os comentários e as considerações que seguem, elaborados com o intuito de contribuir para a avaliação desta D. Comissão de Valores Mobiliários.

Aproveitando o ensejo para renovar nossos votos de mais elevada estima e consideração, colocamo-nos à disposição de V.Sas. para qualquer esclarecimento que se fizer necessário.

Atenciosamente,

ITAÚ UNIBANCO S.A.

ITAÚ CORRETORA DE VALORES S.A.

BANCO ITAÚ BBA S.A.

*[Original assinado por representantes legais]*

## EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/13

### “CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS”

#### **Introdução**

No âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13, encaminhamos a essa D. Comissão de Valores Mobiliários os comentários do Itaú Unibanco Holding S.A. Antes de passarmos às indagações específicas da audiência pública, seguem algumas ponderações de caráter geral com o objetivo de contextualizar as respostas dadas às indagações.

O Itaú Unibanco é um conglomerado financeiro cuja atuação envolve liderança em diversos segmentos do mercado financeiro e de capitais brasileiros, abrangendo intermediação de valores mobiliários, *investment banking*, administração de recursos de terceiros, custódia de valores mobiliários para clientes locais e estrangeiros, tesouraria, entre outros. Desta forma, eventuais alterações na estrutura competitiva dos serviços de negociação e pós-negociação do mercado acionário brasileiro tenderiam a trazer impactos relevantes e diversificados para as diferentes empresas e áreas do conglomerado. O Itaú Unibanco seria também propenso a apoiar alterações que reconhecidamente levassem à concorrência saudável e a ganhos de eficiência e de qualidade em serviços prestados no mercado de capitais.

Neste sentido, seriam esperados, pelo menos em teoria, certos benefícios para as áreas de administração de recursos de terceiros e outras áreas prestadoras de serviços a investidores, bem como para a tesouraria, decorrentes de possíveis reduções de preços e avanços na qualidade de serviços e inovação oriundos da introdução da competição entre ambientes de negociação de ações.

A concretização desses benefícios esperados dependeria, porém, em grande medida, da superação de importantes desafios na implementação de tal cenário de concorrência, a fim de, no novo cenário, atenuar o aumento de custos (em particular de conectividade e de supervisão) e evitar o repasse aos investidores ou mero deslocamento dos custos atualmente incorridos.

Ao mesmo tempo, do ponto de vista estritamente técnico da atividade de intermediação e, em certa medida, também de outros serviços aos mercados de capitais, como o de custódia, nossa avaliação interna indicou serem bastante concretos e significativos os custos de adaptação da tecnologia, conectividade, pessoal, controle de riscos e cumprimento de regulamentação. Embora estimativas mais seguras da completa extensão destes custos dependeriam, em parte, das definições de opção regulatória objeto de discussão no âmbito da própria audiência pública e de outras possíveis opções do regulador na eventual implementação do cenário de concorrência, já nos é possível antecipar que o impacto de custos seria bastante relevante.

Ainda no que se refere a custos, em termos de efeitos mais gerais para o mercado, preocupa-nos o impacto para corretoras independentes, principalmente caso o acesso a todos os ambientes de negociação seja imposto aos intermediários, e o risco de repasse de custos, de modo desproporcional,

aos pequenos investidores, tendo em vista que o grande investidor, pelo provável maior poder de barganha, pode estar menos vulnerável a eventuais repasses dos custos de adaptação pelos intermediários/prestadores de serviço do mercado. Consideramos também que não devem ser menosprezados os custos de regulação decorrentes do aumento da complexidade da atividade de supervisão no cenário de múltiplos ambientes de negociação e da necessidade da modificação da estrutura regulatória, conforme apontamos em nossas respostas às indagações do item 5 do edital de audiência pública.

Neste sentido, no cenário atual e no contexto específico desta audiência pública, em nossa avaliação geral dos custos e benefícios da eventual introdução de concorrência entre ambientes de negociação de ações no Brasil, preponderaram:

(i) na análise quanto a possíveis benefícios: (a) a ponderação de que existem prioridades mais urgentes do que a da criação e implementação de novo ambiente regulatório que possibilite a concorrência entre ambientes de negociação de ações, das quais destacamos abaixo as que seriam, a nosso ver, as principais, e (b) a incerteza de que a criação da concorrência entre ambientes de negociação de fato geraria redução expressiva nos custos totais ao cliente final no cenário teoricamente mais viável para introdução dessa concorrência no Brasil, a saber, o de entrada de plataforma de negociação com acesso à contraparte central garantidora já estabelecida no mercado brasileiro; e

(ii) na análise dos custos: a estimativa, conforme acima mencionada, de que os custos de adaptação da tecnologia, conectividade, pessoal, controle de riscos e cumprimento de regulamentação seriam bastante significativos para que os participantes do mercado se adaptem a um modelo fragmentado de negociação.

Em linha com o colocado acima, dentre as propostas prioritárias para melhoria do mercado de bolsa e, a nosso ver, precedentes à introdução de concorrência entre ambientes de negociação, destacamos:

(i) o Projeto de Integração da Pós-Negociação (IPN) em andamento atualmente, que avaliamos como extremamente relevante e condição precedente à eventual introdução de concorrência no mercado acionário no Brasil;

(ii) aperfeiçoamento do SINACOR – Sistema Integrado de Administração de Corretoras face ao esperado aumento de volume de negociações, considerando que o sistema atualmente já enfrenta dificuldades em comportar a quantidade de informações geradas e armazenadas pelos participantes de mercado;

(iii) atualização de determinadas normas que tratam da negociação e pós-negociação no mercado de bolsa como, por exemplo, a Instrução CVM 168/91, que teve sua última atualização em 1996, não tendo acompanhado a evolução do mercado acionário brasileiro dos últimos anos e cujos parâmetros, portanto, já não são mais adequados aos atuais volumes de negociação de ações<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> A proposta de revisão da referida norma já foi objeto de estudo por grupo de trabalho composto por participantes do mercado, tendo sido apresentada à BM&FBovespa e à CVM em 2012. A proposta dos participantes levou em consideração a alteração de patamar do mercado acionário em termos de volume de

(iv) adequação da política de tarifação para investidores de alta frequência (HFT) adotada pela BM&FBovespa, que atualmente prevê incentivos de tarifas diferenciadas e decrescentes para este tipo de investidor de modo indistinto, sem que sejam avaliados os efetivos benefícios trazidos por estes investidores que, ao mesmo tempo em que são importantes provedores de liquidez ao mercado de ações, em sua atuação podem gerar o efeito inverso dada a capacidade de sobrepor as ordens colocadas por investidores em razão da quantidade de operações que são capazes de realizar em curto espaço de tempo<sup>2</sup>;

(v) aprofundar estudos dos impactos da omissão do nome dos intermediários responsáveis pela emissão de cada uma das ordens que compõem o livro de ofertas (a chamada “tela cega”) no ambiente de bolsa, mecanismo que pode se tornar bastante útil no cenário de fragmentação das ofertas em mais de um ambiente de negociação considerando o atual modelo de disponibilização de informações de mercado (por oferta) e que, indiretamente, pode contribuir para um processo de escolha de intermediário mais eficiente, na medida em que os clientes seriam estimulados a selecionar intermediários com base na qualidade dos serviços prestados, e não meramente na disponibilidade imediata de operações com preço atrativo;

(vi) reexaminar a eficiência e utilidade do *after market* aos investidores em sua configuração atual – com horário de funcionamento reduzido, durante o qual são realizadas poucas negociações que, em sua maioria, são decorrentes de correções de operações realizadas durante o pregão regular – em comparação com os custos de infraestrutura e pessoal incorrido pelos intermediários para sua manutenção;

(vii) avaliar a adequação da fórmula de cálculo do índice de negociabilidade das ações – calculado em função do número de negócios realizados com uma determinada ação e do volume financeiro gerado pelos referidos negócios – considerando a fragmentação do mercado onde são negociadas, especialmente considerando que o índice de negociabilidade é utilizado como critério de inclusão das ações nas carteiras teóricas de diversos índices (Ibovespa, IBrX, ICGT, dentre outros). Esta é nossa avaliação geral, considerando o estágio atual de evolução do mercado de ações no Brasil e levando em conta a introdução de concorrência entre ambientes de negociação de ações. Não adentraremos, portanto, na discussão dos possíveis impactos decorrentes da introdução da concorrência entre câmaras de compensação ou entre ambientes de negociação de outros ativos financeiros. Entendemos que este cenário poderá ser monitorado e reavaliado pelo regulador, inclusive por meio de novas consultas públicas no futuro.

---

negociações desde a última atualização do referido normativo, bem como o elevado grau de discricionariedade conferido pela norma às bolsas de valores, o que, a nosso ver, pode não ser a opção regulatória ideal, especialmente se considerarmos a possibilidade de negociação das mesmas ações em mais de uma bolsa de valores.

<sup>2</sup> Outro possível efeito indesejado da atuação dos investidores de alta frequência está ligado à sua capacidade de geração de inúmeros registros de operações, aumentando ainda mais o volume de informações de mercado (*market data*) recebidas pelos participantes de mercado e tornando ainda mais complexa a análise de tais dados, conforme expomos mais abaixo.

Além disso, em eventual cenário em que não seja introduzida concorrência entre plataformas de negociação de ações no Brasil, ou enquanto tal concorrência não for introduzida, pode ser oportuno aprimorar mecanismos de representação dos participantes do mercado na condução de assuntos de seu interesse pela entidade administradora, especialmente no que se refere à definição de valores de tarifas e emolumentos, desenvolvimento de novos produtos, auditoria de sistemas tecnológicos e investimentos em infraestrutura necessários para viabilizar a inovação no mercado administrado. Neste sentido, uma forma de introdução de mecanismos de representação seria a criação de órgão consultivo, com presença majoritária de participantes do mercado, para discussão destes e outros assuntos relevantes para a eficiência e integridade do mercado acionário.

Passamos adiante às respostas aos questionamentos específicos da audiência pública.

### **3.1 Fatores e critérios do regime de best execution**

#### **Perguntas:**

**(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?**

Resposta: A nosso ver, a existência de bolsas concorrentes aumentaria a importância das regras de *best execution*, mas não necessariamente implicaria alteração dos fatores que devem ser levados em conta pelos intermediários para a execução das ordens. Entendemos que o art. 19, parágrafo único da Instrução CVM 505/11 já relaciona os fatores considerados pelos investidores, independentemente de seu porte, quanto à execução de suas ordens no mercado de bolsa (preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume e natureza), bem como permite que os intermediários considerem, adicionalmente, outros fatores que julgarem relevantes, de acordo com a solicitação específica de cada cliente e da situação fática do cliente e de mercado. Adicionalmente, conforme relatório do Edital de Audiência Pública 04/2009, a CVM já exige que os fatores estabelecidos no art. 19, parágrafo único da Instrução CVM 505/11 sejam objeto de detalhamento e ponderação pela instituição intermediária por meio de política específica de execução de ordem, nos termos do art. 20 da mesma Instrução, a fim de delinear a forma de atuação do intermediário e garantir aos investidores transparência quanto à execução de suas ordens. Entendemos, portanto, que os critérios estabelecidos na Instrução CVM 505/11, combinados com a manutenção de regras, procedimentos e controles internos para execução de ordens pelo intermediário, continuariam sendo a forma mais adequada de implantação da regra de *best execution*, mesmo no cenário de diversas bolsas concorrentes. É oportuno ponderar que não nos parece ser ideal impor aos intermediários obrigatoriedade de acesso a todos os ambientes de negociação, considerando que o cumprimento das regras de *best execution*, nesse cenário, aumentará os custos operacionais e incrementará a complexidade da execução de ordens pelos intermediários, observando-se, ainda, caso sejam alterados os critérios a serem considerados na regra de *best execution*, custos de adaptação e treinamento de pessoal decorrentes de tal alteração. A imposição destes custos nos parece desnecessária em face da proteção já conferida aos investidores pela regulamentação atual.

**(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?**

Resposta: Em linha com os comentários ao item 3.1(i), acima, entendemos que o art. 19 da Instrução CVM 505/11, combinado com o art. 20 da mesma Instrução, já endereça de modo adequado a preocupação com a forma de execução de ordens pelos intermediários por meio da exigência de manutenção de política específica de execução de ordens. A normatização dos critérios e parâmetros para verificação da execução de ordens, seja no âmbito regulatório ou autorregulatório, pode ser de difícil implantação e de pouco interesse prático, vez que, como já colocado, a escolha pelo favorecimento de um determinado parâmetro em detrimento de outro depende da situação fática de cada cliente (que poderá emitir suas ordens em face de macro estratégias, as quais podem não ser de pleno conhecimento do intermediário), bem como das condições de mercado do momento da execução, dada a característica volatilidade do mercado de bolsa. A nosso ver, a adoção de uma política consistente de execução de ordens pelos intermediários continua sendo a melhor solução para a verificação dos critérios de *best execution*, como colocado por essa Autarquia no relatório do Edital de Audiência Pública 04/2009.

### **3.2 Diferenciação de fatores por perfil do investidor**

**Perguntas:**

**(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)?**

Resposta: A este respeito, entendemos que mesmo investidores de perfil semelhante podem ter estratégias e necessidades distintas entre si e, portanto, não nos parece oportuno diferenciar fatores de *best execution* em função do perfil do investidor. Ademais, o princípio geral de busca das melhores condições de mercado para a execução de ordens, levando-se em consideração os parâmetros estabelecidos no art. 19, parágrafo único da Instrução CVM 505/11, e combinado com as regras, procedimentos e controles internos para a execução de ordens previstas no art. 20 da Instrução CVM 505/11, coaduna de modo eficaz os interesses dos investidores com a responsabilidade do intermediário em proporcionar a seus clientes as melhores condições de mercado em suas operações, sendo transparente com relação à forma de execução de tais operações. Além disso, entendemos que quanto mais complexa a estratégia do investidor, mais difícil a classificação de *best execution* e, de modo geral, a classificação dos perfis de investidores em si é complexa, o que também desaconselha sua adoção considerando o tratamento satisfatório do *best execution* pela regulamentação atual. De qualquer forma, entendemos que a criação de diferentes critérios que os investidores teriam que compreender pode adicionar maior complexidade à dinâmica do mercado – o que poderia afugentar o pequeno

investidor, em movimento inverso ao que se tem buscado no mercado de bolsa no Brasil. Desta forma, entendemos que não há necessidade de categorização por perfis pois isso poderia engessar o processo de recebimento e execução de ordens pelos intermediários e os critérios de classificação podem não refletir exatamente o perfil do investidor.

Entretanto, parece-nos desnecessário que a proteção das regras de *best execution* se aplique àqueles clientes dos intermediários que operam por meio de acesso direto ao mercado ou aos investidores de alta frequência, seja pelo elevado nível de recursos e de conhecimento de mercado exigido destes tipos de investidores (que já representam barreiras naturais à entrada de investidores sem um nível de experiência de mercado adequado a este tipo de negociação), seja pelo próprio modo de operar deste tipo de investidor, já que os investidores com acesso direto ao mercado executam operações por conta própria, sem a transmissão de ordens a intermediários e os investidores de alta frequência podem ter as mais diversas estratégias, tornando difícil a compatibilização das regras de *best execution* sob a regulamentação atual com seu modelo de atuação.

**(ii) Em caso afirmativo, indicar quais os fatores e os critérios mais apropriados para cada perfil de investidor ou tipo de ordem e as razões para tal?**

Resposta: Não aplicável.

### **3.3 Conexão e roteamento de ordens**

**Perguntas:**

**(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?**

Resposta: Certamente a adoção de regime de *best execution* num cenário de concorrência de bolsas exigirá dos intermediários investimentos significativos em tecnologia e em pessoas, especialmente caso lhes seja imposta, também, obrigatoriedade de acesso a todos os ambientes de negociação. Presumindo-se que o SINACOR – Sistema Integrado de Administração de Corretoras permanecesse em uso e somente para o ambiente de negociação da BM&FBovespa (o que nos parece ser plausível, tendo em vista que a BM&FBovespa é a responsável pelo desenvolvimento do referido sistema) e que novas bolsas desenvolvam sistemas próprios para o recebimento de dados e de ordens, seria necessário que os intermediários que atuem em múltiplos ambientes de negociação desenvolvessem sistemas ou módulos de sistemas próprios, capazes de capturar informações em mais de uma fonte de dados, de alimentar fontes de dados distintas e de realizar conciliações de carteiras de clientes e de garantias prestadas ou, alternativamente, trabalhem com dois sistemas distintos. Além do custo de desenvolvimento e de manutenção de sistemas implantados nestes moldes e, conseqüentemente, de treinamento de pessoas para a adaptação ao novo sistema e aos novos procedimentos, a utilização de um sistema proprietário ou de dois ou mais sistemas distintos pelos intermediários agrega diversos

riscos operacionais às suas atividades – como, por exemplo, risco de ocorrência de falhas de comunicação e de conectividade entre sistemas, capazes de gerar atrasos na execução de ordens de clientes e cujo efeito pode ser a execução de uma determinada ordem em um ambiente em momento em que as condições de negociação do ativo estejam menos favoráveis do que nos demais ambientes. Além disso, presumindo-se que, como é desejável, o novo ambiente de negociação esteja integrado à câmara de compensação e custódia única (a câmara integrada atualmente em desenvolvimento pela BM&FBovespa, em projeto de Integração da Pós-Negociação – IPN), seria, ainda, necessário que os sistemas desenvolvidos no âmbito dos novos ambientes de negociação e o sistema pós-negociação comuniquem-se de modo eficiente, para evitar prejuízos a investidores em decorrência de atrasos ou falhas na execução de ordens e na administração de garantias. Entendemos, ainda, que, associado à necessidade de desenvolvimento sistêmico já mencionada, os intermediários incorreriam em custos adicionais para adequação da interface com os clientes (*home broker*), de modo a assegurar estabilidade no acesso ao(s) novo(s) sistema(s) de negociação, especialmente considerando a necessidade de cumprimento de regras de *best execution* pelos intermediários.

**(ii) Quais seriam os desafios para os intermediários se conectarem aos diversos ambientes e realizarem o roteamento de ordens, por exemplo, em relação a custos e estrutura tecnológica? Nas respostas, é desejável a descrição das mudanças necessárias e, se possível, estimativas de custos.**

Resposta: Como mencionado acima, os principais desafios para que os intermediários se conectem a diversos ambientes seriam os custos de implantação de infraestrutura tecnológica proprietária capaz de estabelecer conexões com tais sistemas de maneira ágil e segura (aqui incluídos os custos de desenvolvimento e de manutenção de *software*, de *backup* das informações armazenadas pelos sistemas proprietários – considerando, inclusive, os prazos mínimos para guarda de informações exigidos pela regulamentação da CVM –, de treinamento de pessoas e de adequação dos processos internos para a nova forma de trabalho nos mercados de bolsa). Adicionalmente, seria necessário avaliar os impactos da implantação de mencionada estrutura tecnológica no relacionamento com clientes e a eventual necessidade de alteração dos contratos de prestação de serviços com estes celebrados e/ou das regras e parâmetros de atuação do intermediário (o que requereria período de adaptação, especialmente nos casos de relacionamento direto entre intermediário local com clientes e instituições intermediárias estrangeiras). A despeito de identificarmos a necessidade de adaptação dos sistemas tecnológicos dos intermediários, não conseguiríamos estimar com segurança, neste momento, os custos decorrentes de tais mudanças.

Em suma, entendemos que no cenário atual os investimentos em tecnologia necessários para a implementação de um ambiente com diversos ambientes de negociação seriam significativos, possivelmente inviabilizando as atividades dos pequenos intermediários que fossem obrigados a se conectar em todos os ambientes de negociação existentes, provavelmente agravando as dificuldades já enfrentadas por esses players e potencialmente levando à consolidação adicional do setor.



**(iii) 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?**

Resposta: Por um lado, o estabelecimento de regras de *best execution* aplicáveis aos administradores de mercado poderia beneficiar os interesses de determinados grupos de investidores e mitigar os riscos operacionais das atividade de intermediários, porém, para tanto, seria necessário estabelecer parâmetros de *best execution* baseados em critérios predeterminados. Porém, conforme já mencionado em nossos comentários à questão 3.2.(i), o estabelecimento de parâmetros unificados não nos parece ser do melhor interesse dos investidores, vez que os objetivos, estratégias e necessidades destes podem ser dos mais variados. Tomando como exemplo a *Order Protection Rule*, nota-se que a regra é claramente benéfica àqueles investidores que têm foco no custo total das operações e, neste sentido, entendemos que tais investidores poderiam valer-se do mecanismo de roteamento automático de ordens quando verificadas melhores condições de preço no mercado concorrente. Entretanto, como já nos manifestamos, entendemos que a definição do preço como único fator decisório para a realização de investimentos pode não ser satisfatório em determinadas situações (por exemplo, em caso de ordens de grande volume – em que a probabilidade de execução poderia ser o fator preponderante para o investidor). Além disso, a implantação de tal mecanismo não garantiria a obtenção das melhores condições na execução de ordens do investidor pois o roteamento de ordens de um a outro ambiente de negociação em função do preço do ativo pode ter como efeito a perda de velocidade na negociação de grandes lotes, podendo ocasionar perdas ao investidor decorrentes da variação de preço do ativo no intervalo entre a colocação da ordem e sua efetiva execução (que pode não ser desprezível, especialmente considerando a possibilidade de atuação de investidores de alta frequência neste intervalo). Deste modo, embora entendamos que mecanismos similares ao estabelecido pela *Order Protection Rule* possam beneficiar as operações de um volume significativo de clientes e fomentar o acesso aos mercados por potenciais investidores, a implantação de tal mecanismo dependeria de que o sistema eletrônico de cada ambiente de negociação fosse alimentado em tempo real com os dados gerados nos sistemas eletrônicos dos demais ambientes, o que poderia gerar custos expressivos aos administradores e aos participantes de mercado.

**(iv) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre o regime de best execution e mecanismos de mitigação do risco de fragmentação de liquidez que julgar relevantes.**

Resposta: Enfatizamos que (i) a consolidação de dados pré e pós-negociação nos parece fator crucial para evitar um cenário de fragmentação de liquidez, questão que nos parece crítica para qualquer discussão de introdução de concorrência entre ambientes de negociação de ações no Brasil; e (ii) ao mesmo tempo, essa consolidação envolve custos significativos que tornam desfavorável o balanceamento de custos de benefícios da introdução de concorrência nesse mercado. Ademais, conforme mencionamos nos comentários gerais, acima, há importantes iniciativas que seriam, a nosso ver, prioritárias para a melhoria do ambiente de negociação de ações no Brasil, como por exemplo os

estudos sobre a adoção da “tela cega”, relevante em eventual cenário de introdução de concorrência entre plataformas de negociação.

#### **4. Consolidação dos dados de pré-negociação e pós-negociação**

##### **Perguntas:**

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

Resposta: A princípio, parece-nos que a alternativa de criação de um único consolidador geraria maior eficiência operacional tanto para os intermediários (na execução de ordens) quanto para os prestadores de serviços de custódia e controladoria de ativos (que envolvem acompanhamento de preços de ativos e de mercado para marcação nas carteiras de fundos de investimento e de clientes), que receberiam informações de fonte única, mitigando o risco de divergência de informações consolidadas recebidas pelos participantes e, conseqüentemente, evitando distorções na formação de preços de ativos que mantenham correlação com o valor de mercado de ações (como cotas de fundos e clubes de investimento e contratos futuros de índice de ações, por exemplo). Além disso, considerando a relevância desta informação para o mercado de capitais, entendemos adequado que as exigências regulatórias para o desempenho da atividade de consolidação sejam altas, bem como que tal prestador seja fiscalizado de modo extensivo pela CVM. Assim, considerando a eficiência operacional que a criação de um centralizador único geraria aos participantes do mercado e o possível custo com regulação e fiscalização de um novo participante, entendemos que a alternativa mais apropriada seria a criação de um único consolidador, credenciado pela CVM. Adicionalmente, a despeito dos benefícios que a consolidação de dados por mais de um participante traria ao mercado (como, por exemplo, a potencial redução dos preços pela criação de concorrência, possibilidade de customização do formato de dados recebidos, etc.), parece-nos essencial que se mantenha em mente a complexidade e os custos que esta solução agregaria às operações de investidores brasileiros no mercado de bolsa, indo de encontro às iniciativas de atrair investidores para este ambiente que vêm sendo implementadas nos últimos anos e que se tornarão ainda mais relevantes no cenário de concorrência de bolsas, para conferir maior volume ao mercado de ações brasileiro, minimizando os impactos na liquidez dos ativos negociados nestes ambientes.

**(ii) No caso de uma única entidade funcionar como consolidador central, como essa entidade poderia ser estabelecida? No caso dos consolidadores serem os vendedores, quais deveriam ser os requisitos mínimos para o seu reconhecimento pela CVM?**

Resposta: Inicialmente, entendemos que a entidade centralizadora deveria ser independente, garantindo a isenção na condução das atividades e mitigação do risco de conflito de interesses. Com relação à forma de constituição, julgamos que a CVM seria a melhor indicada para estabelecer requisitos mínimos de constituição e funcionamento da entidade quanto à qualidade e acessibilidade das

informações e de infraestrutura operacional e tecnológica necessária ao desempenho das atividades, considerando as preocupações dos participantes do mercado quanto à isenção, confiabilidade, custos ao cliente final, capacidade de adaptar-se às necessidades específicas dos participantes e investidores, transparência e segurança das informações.

**(iii) 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?**

Resposta: Consideramos importante, também, que sejam avaliados os impactos operacionais aos consolidadores, intermediários e investidores no que se refere ao volume de informações de mercado (*market data*) recebidas. Atualmente, o *market data* é composto de dados gerados a cada oferta, o que implica envio, recebimento e consolidação de grande quantidade de informações para cada ativo listado. Caso mantido este modelo, a existência de mais de um ambiente de negociação multiplicaria o volume de informações a serem consolidadas, tornando o *market data* demasiadamente vasto, prejudicando sua interpretação e sobrecarregando os fluxos de envio e recebimento destas informações, bem como os sistemas utilizados para sua guarda pelos consolidadores e intermediários.

**(iv) Quais seriam os custos relevantes para o(s) consolidador(es)? Favor apresentar estimativas.**

Resposta: As considerações a respeito desta indagação estão intrinsicamente ligadas ao modelo a ser adotado pela CVM para a constituição e para a regulação de entidade(s) consolidadora(s). Não conseguimos antecipar, no momento, de forma objetiva, quais seriam os desafios de ordem operacional quanto à segregação de atividades ou custos relevantes para tal(is) entidade(s).

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

Resposta: Em linha com o já exposto, consideramos que o fornecimento de dados sobre cotações e ordens executadas nos ambientes de negociação é elemento essencial para a correta e eficiente formação de preços no mercado de ações. Neste sentido, entendemos que a possibilidade de cobrança pelas administradoras de mercado por informação fornecida não seria do melhor interesse do mercado, por conta dos conflitos de interesse e porque poderia levar a distorções no custo do fornecimento de informação (o qual poderia variar em função do preço cobrado por um ou outro administrador de mercado versus o volume de negócios realizados no respectivo ambientes de negociação). A possibilidade de cobrança pelo fornecimento de informações por parte dos administradores de mercado pode, no limite, aumentar os custos de operação dos investidores e ensejar a existência de um mercado menos transparente, o que, a nosso ver, viria a se contrapor aos possíveis benefícios oriundos de introdução de concorrência no mercado de bolsa.

**(vi) Administradores de mercado deveriam poder exercer o papel de consolidadores?**

Resposta: Também em linha com o exposto anteriormente, parece-nos mais adequado que a entidade incumbida de consolidar os dados de mercado seja independente, de modo a conferir isenção e mitigar os riscos de conflito de interesses inerentes ao desempenho das atividades de fornecimento e consolidação de dados, especialmente no que se refere à velocidade em que tais informações consolidadas seriam disponibilizadas ao mercado.

**(vii) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre fita consolidada e consolidadores que julgar relevantes.**

Resposta: Entendemos que a consolidação dos dados pré e pós-negociação é essencial em um mercado fragmentado tanto da perspectiva dos investidores quanto das próprias companhias listadas. Além de servir de ferramenta para a correta e eficiente formação de preços no mercado, a centralização das informações de preços de negociação dos ativos seria, também, conveniente para que as companhias listadas acompanhem as negociações com suas ações e estejam aptas a avaliar de modo simples seu respectivo valor de mercado. Também sob a perspectiva de investidores institucionais e de administradores fiduciários de fundos de investimento, a consolidação de preços seria imprescindível para que possam atender às exigências regulatórias e autorregulatórias relativas ao prazo de divulgação das informações de suas respectivas carteiras, bem como para cumprir com seus deveres de fiscalização de seus prestadores de serviços. A disponibilização de informações corretas e confiáveis, no entanto, não poderia ter custo incompatível com a intrínseca necessidade de acesso uniforme a tais informações pelos participantes do mercado e pelos investidores, sob pena de criação de um mercado caracterizado pela assimetria de informações de seus participantes.

**5. Supervisão, autorregulação e normatização**

**Perguntas:**

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

Resposta: Aspectos negativos:

(a) Arbitragem Regulatória: a exigência da Instrução CVM 461/07 de que cada entidade administradora mantenha departamento de autorregulação próprio aliada à concorrência entre entidades administradoras poderia incentivar o estabelecimento de parâmetros autorregulatórios excessivamente complacentes com a finalidade de atrair emissores e investidores para um determinado ambiente de negociação em detrimento do outro. Ainda, caso a arbitragem autorregulatória ocorresse, a redução do

custo de observância pelos ambientes de negociação poderia incentivar, também, intermediários a direcionar ordens de clientes àquele ambiente em que o cumprimento das regras de autorregulação seja menos oneroso ao intermediário (em oposição, portanto, ao princípio de *best execution*).

(b) A inexistência de exigência normativa de conteúdo mínimo de autorregulação poderá desincentivar o investimento em atividades autorregulatórias pelos novos entrantes, uma vez que a nova entidade administradora poderia limitar-se a replicar modelos e se beneficiar dos investimentos feitos pela(s) outra(s) entidade(s).

(c) A existência de diversos entes autorreguladores incumbidos da elaboração e fiscalização de regras próprias acarretará custos adicionais para todos os participantes do mercado. A nosso ver, os intermediários seriam os principais afetados, seja no que se refere aos custos financeiros (decorrentes do investimento tecnológico para a implantação de controles e procedimentos que atendam às regras de todos os autorreguladores existentes) quanto no que se refere ao custo de pessoal (para desenvolvimento, manutenção, treinamento e, ainda, atendimento de exigências e auditorias periódicas de diversos autorreguladores). Já os demais participantes do mercado seriam, em maior ou menor nível, afetados indiretamente pela multiplicação da autorregulação na medida em que estes se utilizam dos intermediários para operar em bolsa mediante remuneração pela prestação dos serviços. O aumento de tamanho e complexidade da estrutura mantida por cada intermediário pode ocasionar, portanto, aumento da remuneração cobrada dos clientes finais.

(d) possibilidade de edição de normativos conflitantes pelos entes autorreguladores, o que geraria insegurança jurídica e operacional no desempenho da atividade de intermediação.

(e) provável aumento de custo aos participantes do mercado para financiamento da estrutura de regulação, decorrentes da necessidade de ampliação dos recursos (materiais e humanos) por parte do ente regulador para que este esteja apto a fiscalizar novas entidades e zelar pela correta formação e aplicação das regras por estas elaboradas.

#### Aspectos positivos:

(a) a estrutura atual de autorregulação seria apropriada no caso de segmentação das bolsas em “nichos”, ou seja, na hipótese de bolsas especializadas em determinados segmentos do mercado, entendemos adequado que a autorregulação seja específica para cada segmento no que se refere às regras de negociação de ativos, de formação e balanceamento de índices e outros fatores intrínsecos aos ativos ou emissores cujos ativos sejam negociados em determinado ambiente. Este aspecto positivo, no entanto, está limitado às regras aplicáveis exclusivamente ao “nicho” ao qual a bolsa se dedique. Em caso de multiplicação das regras referentes aos parâmetros de atuação dos intermediários, entendemos que permaneceriam apenas os pontos negativos ora listados (especialmente quanto ao custo incorrido na observância de diversas regras, que podem não ser uniformes ou coerentes entre si).

(b) assim como a concorrência dos ambientes de negociação tende a gerar eficiência ao mercado na medida em que incentiva a redução dos custos de transação, a concorrência entre entes autorregulatórios poderia, por sua vez, estimular a criação de um ambiente de autorregulação mais

eficiente se considerarmos a solidez e a integridade do mercado como incentivos para que os investidores escolham operar por meio de um ou de outro ambiente de negociação. No entanto, há dúvidas se este efetivo favorável da concorrência prevaleceria sobre o risco de arbitragem regulatória discutido acima.

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

Resposta: Considerando todos os aspectos negativos listados acima, entendemos que a estrutura atual de autorregulação não seria a mais adequada num cenário de concorrência entre bolsas. Entendemos que a autorregulação exerce um importante papel na preservação da integridade do mercado que lhe incumbe fiscalizar, no entanto, com a introdução da concorrência, entendemos que esta função da autorregulação ficaria de certo modo limitada, já que cada autorregulador teria uma visão restrita às operações cursadas na respectiva entidade administradora que o tenha criado, sem que nenhum tenha acesso a uma visão de todo o mercado. Concordamos, portanto, com as conclusões da Oxera mencionadas pela CVM neste Edital de Audiência Pública, de que o elevado grau de autorregulação existente atualmente pode não ser apropriado no caso de haver ambientes de negociação concorrentes. Além disso, entendemos que o grau de liberdade que os entes autorreguladores atualmente possuem na elaboração de regras de atuação dos administradores de mercado e intermediários, na fiscalização e *enforcement* dessas regras não é compatível com a introdução da concorrência no mercado de bolsa e, portanto, deveria ser, também, revisto no âmbito desse mercado na hipótese de bolsas concorrentes.

**Caso a resposta seja afirmativa:**

**(ii.a) Apresente razões, considerando as preocupações mencionadas anteriormente. Considerando a hipótese de várias bolsas, a constituição de múltiplos departamentos de autorregulação afetaria as suas atividades? Como? Considerando o ambiente de múltiplos mercados, quais seriam os pontos mais relevantes que necessitariam de atuação integrada entre os autorreguladores, bem como entre os departamentos de autorregulação? Como a autorregulação de cada entidade do mercado poderia se organizar conjuntamente, de forma a continuar exercendo o papel de auxiliar da CVM na supervisão do mercado como um todo?**

Resposta: Não aplicável.

**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?**

Resposta: A nosso ver, a estrutura mais adequada de autorregulação seria a criação de um ente único e independente, com as incumbências já previstas na Instrução CVM 461/07, porém com legitimidade para atuação no mercado de bolsa como um todo, para todas as entidades administradoras e intermediários. Em razão da proposta de que o autorregulador único possa atuar em todo o mercado de bolsa, entendemos que a sua independência com relação aos administradores de mercado é condição fundamental para mediar os interesses conflitantes, de modo a garantir a integridade do mercado de bolsa brasileiro. A centralização e ampliação das atividades de autorregulação em ente único e independente, com escopo de atuação no mercado de bolsa como um todo, no entanto, geraria a necessidade de a CVM tomar para si a função de conciliar e de nortear a autorregulação, estabelecendo limites de atuação do autorregulador e trazendo para si a tarefa de definir algumas regras e condições mínimas de atuação para administradores e participantes do mercado, de modo a assegurar que o esforço de implantação de autorregulador único não termine por gerar, na prática, os efeitos indesejáveis da multiplicação da autorregulação explorados no item anterior.

A implementação de uma nova estrutura autorregulatória, no entanto, implicaria custos adicionais relevantes para todos os participantes do mercado e, a despeito de não termos elementos suficientes para antecipá-los neste momento, parece-nos que tais custos seriam mais baixos do que os eventualmente incorridos na manutenção da estrutura atual, multiplicando-se a autorregulação para todos os participantes. Além disso, a manutenção da estrutura atual não traria, a nosso ver, benefícios suficientes aos participantes do mercado que justifique sua manutenção. Com relação ao financiamento dos custos para implantação e manutenção de estrutura de autorregulação centralizada, a princípio, parece-nos fazer sentido que as próprias administradoras de mercado contribuam com o custeio de autorregulador único, à semelhança do adotado por outros autorreguladores existentes no mercado de capitais brasileiro (por exemplo, a ANBIMA e mais recentemente, a ANCORD), repassando tais custos aos participantes de mercado, conforme já ocorre hoje no mercado de bolsa, em que parte dos recursos arrecadados dos participantes (em especial, com a atividade de fiscalização) é repassada à BSM.

**(iii) Fornecer quaisquer comentários adicionais sobre estrutura de autorregulação que julgar Relevantes.**

Resposta: Em linha com o exposto nos itens anteriores, para que a autorregulação do mercado de bolsa se mantenha eficiente sem acarretar custos excessivos aos participantes, entendemos que o modelo ideal seria a centralização das atividades autorregulatórias em ente único e independente. Esta proposta está alinhada ao recente pleito dos intermediários de unificação das auditorias da BSM e do Programa de Qualificação Operacional da BM&FBovespa, visando a redução do custo (operacional e de pessoal) de atendimento dos auditores. O referido pleito foi atendido em 2012, tendo reduzido sensivelmente os impactos operacionais no atendimento de referidas auditorias. Adicionalmente, entendemos que a

função de ente autorregulador centralizado poderia ser desempenhada pela BSM, caso seja de seu interesse, desde que esta passasse a cumprir todos os requisitos mencionados em resposta ao item anterior (independência, legitimidade para atuação junto a todas as entidades administradoras de mercado, etc.).

---

ITAÚ UNIBANCO S.A.

---

ITAÚ CORRETORA DE VALORES S.A.

---

BANCO ITAÚ BBA S.A.

*[Original assinado por representantes legais]*