



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Memorando nº 18/2019-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 15 de maio de 2019.

Ao Superintendente Geral da CVM

Assunto: Alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

I – Histórico

1. Em fevereiro de 2016, a B3 (então, BM&FBOVESPA) consultou a Comissão de Valores Mobiliários acerca da possibilidade de alteração dos critérios de aceitação para o registro de negócios diretos intencionais no segmento de derivativos por ela administrado.
2. Naquela oportunidade, o objetivo da B3 era unificar as hipóteses de aceitação dos negócios diretos intencionais, entendidos como aqueles intencionalmente realizados por um mesmo intermediário representando tanto o comitente vendedor quanto o comitente comprador, nos segmentos de ações e derivativos.
3. A unificação das hipóteses de aceitação equivaleria, na proposta da entidade administradora, à adoção dos critérios utilizados no segmento de ações onde se admite a possibilidade de registro do negócio direto intencional por preço equivalente ao da melhor oferta de compra ou da melhor oferta de venda em qualquer situação (e não apenas quando o *spread* está fechado, como ocorre no segmento de derivativos).
4. A despeito de reconhecer que a alteração teria o mérito de promover uma simplificação operacional, a SMI optou por sobrestar o processo e não responder oficialmente à consulta formulada enquanto não fossem devidamente apurados pela BSM os indícios de prática de infração por um Participante de Negociação Pleno (PNP) da B3 que se viabilizava por meio do registro de negócios diretos intencionais.
5. Nosso diagnóstico foi o de que a alteração do critério de aceitação dos negócios diretos intencionais naquele momento teria o potencial de aumentar o dano produzido pela prática irregular caso as análises da BSM a confirmassem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

6. Em outubro de 2016, o autorregulador instaurou processo administrativo disciplinar contra o PNP mencionado no parágrafo 4 deste documento relativo à utilização de mecanismo por ele denominado como *client facilitation* o qual apresentava indícios de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários e atuação do intermediário em conflito de interesses.

7. Embora não seja objeto deste Memorando, o *client facilitation* é fundamental para contextualizar as discussões de que decorreu a proposta de nova abordagem regulatória para os negócios diretos intencionais com consequente alteração dos normativos da B3.

8. O mecanismo de *client facilitation* desenvolvido funciona da seguinte maneira:

- a) O cliente envia ordem para o sistema de gerenciamento de ordens da corretora via DMA;
- b) Um algoritmo verifica se tal ordem resultaria em oferta agressora, se o ativo se encontra no rol de ativos atendidos pelo mecanismo (minicontratos futuros de IBOV e Dólar) e se está dentro dos parâmetros de risco da corretora:
 - i. Em caso positivo, a corretora altera a sessão de negociação do cliente (de DMA para sessão Mesa) e interpõe a carteira própria da corretora como contraparte da oferta do cliente, registrando um negócio direto intencional na B3; ou
 - ii. Em caso negativo, a ordem é direcionada para o livro de ofertas da B3 para execução como ordem DMA.

9. Até o dia 14/08/2016, o mecanismo não verificava a existência de ofertas de clientes da corretora registradas no livro de ofertas da B3 previamente ao registro do negócio direto intencional. Dessa forma, o intermediário desconsiderava totalmente o risco de preterição de outros clientes seus, cujas operações poderiam ser retardadas ou, no limite, não executadas, por conta da interferência da carteira própria da corretora.

10. A partir de 15/08/2016, houve uma modificação do procedimento do intermediário que passou a incluir uma verificação do livro antes do registro da oferta direta, visando a mitigar a possibilidade de preterição de clientes, embora não tenha logrado eliminá-la por completo.

11. É importante esclarecer que além do risco de preterição de clientes, o mecanismo de *client facilitation* foi concebido para funcionar no OMS (*order management system*) do intermediário, o que dificulta a sua supervisão e possibilita práticas como o represamento de ordens e falta de transparência para o cliente, que, via de regra, desconhece o fato de que suas ordens transmitidas por *home broker* podem estar sendo transformadas em ordens administradas para atender primordialmente a interesses do intermediário.

A conduta do intermediário é objeto de um processo administrativo sancionador ainda em curso junto à BSM.

12. A breve síntese do mecanismo de *client facilitation* permite entender porque o registro de negócios diretos intencionais ganhou relevância e as razões pelas quais uma modificação nos procedimentos a ele relacionados em 2016 (ano da consulta formulada pela B3) não teria sido oportuna.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

II – Proposta da B3

13. A SMI solicitou que a B3 apresentasse uma proposta de regulação para o uso dos negócios diretos intencionais, uma vez que ficou claro a partir do acompanhamento dos fatos relatados na sessão anterior e das inúmeras interações havidas com a própria B3, a BSM, a corretora envolvida e outros participantes de mercado que a situação vigente, em que apenas um intermediário utiliza os negócios diretos intencionais com a finalidade de interpor a carteira própria aos negócios dos clientes de varejo, não se mostra ideal.

14. Se por um lado, parece ser consenso no mercado que aquele uso dos negócios diretos intencionais configura atuação do intermediário em conflito de interesses com seus clientes, por outro, a mera proibição da sua utilização não se afigura como adequada em face das várias possibilidades de uso regular dos negócios diretos intencionais e de sua evidente utilidade para a realização de estratégias lícitas.

15. A SMI entendeu que qualquer que fosse a proposta apresentada pela B3 ela deveria ser submetida a uma consulta pública pela entidade administradora de forma a permitir uma ampla discussão com o mercado. A consulta pública foi submetida ao mercado em 19 de dezembro de 2018 (Ofício Circular B3 050/2018-VOP) e encerrada em 20/02/2019.

16. O resultado da consulta consta de um relatório publicado em 09 de abril de 2019 (Comunicado Externo B3 036/2019-VOP) e foi submetido à CVM na forma de uma minuta de Ofício Circular que deverá dar a publicidade das alterações aos normativos da B3. A solução proposta pela entidade administradora limita o uso dos negócios diretos intencionais a hipóteses específicas, impedindo o seu uso em outras situações. De fato, a proposta apresentada pela B3 prevê a unificação dos procedimentos para os segmentos de derivativos e ações, mas possibilita a utilização das ofertas diretas em apenas quatro casos especiais:

- a) Ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo ou contrato derivativo no primeiro nível de preços do livro de ofertas, segundo parâmetros a serem periodicamente divulgados pela B3;
- b) Ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo no primeiro nível de preço do livro de ofertas para execução ao preço médio do dia, geradas por algoritmos do tipo TWAP (*Time-Weighted Average Price*, ou preço médio ponderado pelo tempo) e VWAP (*Volume-Weighted Average Price*, ou preço médio ponderado por volume), segundo parâmetros a serem periodicamente divulgados pela B3;
- c) Ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos e/ou ativos e execução coordenada, visando a garantir às contrapartes as quantidades e os preços previamente acordados; ou
- d) Ordens destinadas a correção de erros operacionais do participante.

17. Os parâmetros a serem periodicamente divulgados pela B3 para fins do disposto nas letras (a) e (b) do parágrafo anterior serão objeto de discussão na Câmara Consultiva de Operações da B3 e aprovação pela CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

18. Nota-se que, com a restrição ao uso das ofertas diretas, o mecanismo denominado *client facilitation* utilizado pelo intermediário fica inviabilizado, uma vez que não há hipótese de realização de negócios diretos intencionais para ordens de varejo, como ocorre atualmente.

19. A despeito de entender que a regra relativa aos negócios diretos intencionais merece o reparo proposto, a B3 também entende pertinente a sistematização do processo de atuação da carteira própria do intermediário como contraparte do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo.

20. Nas palavras da B3, “o fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo possui um valor relevante. As ordens agressoras de compra negociam no melhor preço de venda (*ask*), enquanto as ordens agressoras de venda negociam no melhor preço de compra (*bid*). Se uma contraparte atuar contra as duas ordens, realizando um *day-trade*, seu resultado será igual à quantidade negociada multiplicada pelo tamanho do contrato e pela diferença entre o *ask* e o *bid*, ou seja, pelo *spread*.”

21. Considerando que o intermediário é o principal responsável pela criação do fluxo de ordens de clientes de varejo e que quanto maior for sua capacidade de fornecimento de liquidez para esse fluxo, maiores serão seus incentivos para a promoção e o desenvolvimento da base de clientes e da liquidez do mercado, a B3 concebeu um tipo de oferta denominada *Retail Liquidity Provider* (RLP), cuja racionalidade é a de que tendo os incentivos adequados, os intermediários trarão mais investidores para o mercado de valores mobiliários, elevando sua liquidez (o Anexo I mostra dados de mercado apresentados pela B3 com a evolução do mercado nos últimos anos em ativos com e sem a atuação do *client facilitation*).

22. Uma importante característica desse tipo de oferta é a prioridade sobre as demais ofertas existentes no livro. Atualmente, a prioridade para execução de ofertas na B3 é dada pela combinação preço-tempo. O novo critério inclui o intermediário nessa equação de forma que a prioridade, exclusivamente para essas ofertas, passa a ser estabelecida pelo critério preço-intermediário-tempo.

23. A oferta RLP tem as seguintes características principais:

- a) Funciona exclusivamente dentro do PUMA Trading System (Plataforma Unificada Multi Ativos) da B3;
- b) Pode ser agredida exclusivamente por ofertas de clientes marcados com o *flag* de varejo do mesmo intermediário;
- c) Oferta do tipo *pegged*, na qual o intermediário indica a quantidade de compra e/ou venda, sendo o seu preço contínua e automaticamente ajustado pelo PUMA para o melhor preço de compra (*bid*) ou o melhor preço de venda (*ask*);
- d) Considerando (i) o primeiro nível de preços do livro de ofertas em um dado instante; (ii) a presença de uma oferta RLP do intermediário no livro; e (iii) a chegada de uma oferta agressora de um cliente de varejo desse intermediário:
 - I. A oferta RLP tem prioridade para execução sobre todas as ofertas dos demais intermediários;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

- II. A oferta RLP não tem prioridade sobre ofertas de clientes do mesmo intermediário que possam ser fechadas pela oferta agressora (não preterição de clientes do intermediário emissor de ofertas RLP), salvo se cliente institucional expressamente concordar com a possibilidade de ser preterido.
- e) O número total de contratos negociados via RLP não poderá superar o percentual de 15% (“Y”) do total¹. Excluem-se dos cálculos do “volume total do instrumento” e do “volume de RLP” os contratos negociados pela conta própria do intermediário e incluem-se os contratos negociados pelos clientes desse intermediário².
 - f) A oferta RLP não pode ser agredida por qualquer oferta de mercado, razão pela qual não contará com transparência pré-negociação (trata-se de uma oferta *dark*); a divulgação de informações ao mercado (*market data*) ocorrerá imediatamente após o fechamento dos negócios, ou seja, não há redução de transparência pós-negociação;
 - g) O PUMA terá uma funcionalidade que permitirá que outro intermediário ou cliente atue como contraparte “consolidadora” de seus respectivos fluxos agressores de ordens de varejo; os intermediários interessados poderão estipular um preço a ser cobrado da contraparte “consolidadora” (prática conhecida como *payment for order flow*);
 - h) A oferta RLP poderá ser utilizada exclusivamente nos minicontratos futuros de dólar comercial (WDO) e de IBOVESPA (WIN), dado que se propõe um período de teste da nova funcionalidade.

24. O intermediário que deseje utilizar a oferta RLP deverá garantir a transparência acerca do uso desta oferta publicando mensalmente em sua página na rede mundial de computadores informações qualitativas e quantitativas³ as quais serão complementadas por métricas de risco associadas a operações regulares e de *day-trade*, incluindo a probabilidade de perda em operações de *day-trade* envolvendo minicontratos. Ademais, a opção de ser contraparte de uma oferta RLP deverá estar disponível para todo cliente de varejo por meio de mecanismo de *opt-in*, vedada a adesão como padrão, sem a manifestação expressa do cliente.

25. O represamento artificial das ordens dos clientes também fica proibido e será objeto de supervisão pela BSM. A ocorrência de excesso de contratos negociados por RLP será compensada pelo intermediário no mês imediatamente subsequente ou até que o excesso total seja compensado, de forma a garantir o cumprimento do limite de 15% do total de contratos negociados tendo como contraparte um intermediário usuário da oferta RLP.

¹ O percentual de 15% poderá ser alterado pela B3 dependendo das condições de mercado e será comunicado com antecedência aos participantes.

² Dado que por meio da oferta RLP o intermediário somente pode ser contraparte de um cliente de varejo, cada intermediário poderá submeter à RLP no máximo Y/X de seu volume de varejo, sendo X o *market share* dos clientes de varejo no instrumento considerando-se o mercado como um todo e Y o limite de 15% antes mencionado. O percentual X será atualizado mensalmente e calculado como a média diária do *market share* dos clientes de varejo do mês anterior.

³ Será mandatória a publicação de: (i) volume negociado pelo intermediário utilizando a oferta RLP; (ii) produtos em relação aos quais intermediário permite a oferta RLP (carteira própria ou venda de fluxo); (iii) percentual de clientes atendidos pela oferta RLP; (iv) quantidade de clientes que tiveram algum tipo de benefício, seja ele melhora de preço ou quantidade, com a oferta RLP; (v) quantidade de contratos e ofertas de clientes de varejo executadas contra a oferta RLP; (vi) quantidade de ofertas melhoradas; e (vii) quantidade de contratos melhorados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

26. Embora esteja convencida de que as externalidades positivas decorrentes da adoção da oferta RLP superam as externalidades negativas, ciente de que a oferta RLP representa uma inovação quanto à execução no sistema de negociação da B3, a entidade administradora propõe que a oferta seja adotada por um período de 12 meses ao longo dos quais serão avaliadas métricas que comprovarão ou descartarão sua eficiência na obtenção dos resultados esperados, quais sejam, aumento da liquidez e fortalecimento do setor de intermediação.

27. As métricas sugeridas, cujo acompanhamento será realizado em conjunto pela B3, BSM e SMI, são as seguintes:

- a) *Spread* médio;
- b) Liquidez no primeiro nível de preço;
- c) Aumento de liquidez considerando número de negócios, número de investidores e número de contratos;
- d) Tempo médio de atuação dos intermediários utilizando a oferta RLP;
- e) Vida média dos investidores nos produtos com RLP;
- f) Percentual de clientes que param de operar;
- g) Percentual de clientes que migram ou operam outros mercados;
- h) Percentual de clientes de registraram perdas no semestre;
- i) Percentual de tempo em pregão de ofertas RLP;
- j) Mediana dos resultados diários, em operações de *day-trade*, dos investidores que tiveram perda nos produtos que tenham a funcionalidade RLP;
- k) Mediana dos resultados diários, em operações de *day-trade*, dos investidores que tiveram ganho nos produtos que tenham a funcionalidade RLP; e
- l) Resultado das operações RLP para os intermediários.

28. Em função da proposta da B3, deverão ser aprovadas, nos termos do disposto no artigo 117, inciso I, da Instrução CVM nº 461/2007, alterações nos seguintes aspectos do Regulamento de Negociação e do Manual de Procedimentos Operacionais da B3.

Normativo	Dispositivo	Descrição da alteração
Regulamento de Negociação	Capítulo IV – Negociação Seção VI – Ofertas Retail Liquidity Provider (RLP) Art. 41. A oferta Retail Liquidity Provider (RLP) tem como objetivo fornecer liquidez para parte do fluxo de ofertas agressoras de clientes de varejo. A oferta RLP pode ser agredida exclusivamente por ofertas de clientes do mesmo participante e que forem marcadas com um identificador de varejo, por mesmo preço ou melhor, disponível no mesmo lado do livro central de ofertas. Parágrafo único. As características da oferta RLP e as obrigações dos participantes nas ofertas RLP estão estabelecidas no manual	Inserção de artigo para dispor sobre as ofertas RLP e suas características fundamentais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

	de procedimentos operacionais de negociação da B3.	
	Capítulo IV – negociação Seção VIII – Fechamento de Operações durante a Negociação Contínua Art. 50	Inclusão do tipo de oferta RLP na lista de casos de exceção de prioridade das ofertas por ordem cronológica.
Manual de Procedimentos Operacionais da B3	Capítulo 4 – Ordens e Ofertas Seção 4.3.1 – Tipos de Ofertas	Conceituação da oferta direta e da oferta RLP, à luz da definição do Regulamento.
	Capítulo 4 – Ordens e Ofertas Seção 4.3.3 – Oferta Direta	Restrição ao uso das ofertas diretas nos termos da proposta descrita no parágrafo 16 deste Memorando.
	Capítulo 4 – Ordens e Ofertas Seção 4.3.4 – Oferta Retail Liquidity Provider (RLP)	Caracterização das ofertas RLP nos termos da proposta descrita no parágrafo 23 deste Memorando. Estabelecimento das obrigações dos intermediários usuários das ofertas RLP nos termos da proposta descrita no parágrafo 24 deste Memorando. Consequências em caso de violação dos limites estabelecidos para uso da oferta RLP.

III – Análise

29. A SMI entende que a restrição ao uso dos negócios diretos intencionais é benéfica para o mercado na medida em que disciplina a sua utilização. É importante lembrar que, originalmente, os negócios diretos intencionais tinham o objetivo de permitir que o intermediário que tivesse clientes compradores e vendedores para um ativo a um dado preço pudesse registrar o negócio em bolsa⁴, atendendo ambos os clientes a preço de mercado.

30. A limitação da utilização dos negócios diretos intencionais às ordens com tamanhos desproporcionais ou que viabilizem operações estruturadas ou, ainda, destinadas à correção de erros operacionais evita o seu uso indiscriminado e facilita as atividades de supervisão sobre esse tipo de negócio. Ademais, impossibilita a prática do *client facilitation* antes mencionada e os conflitos a ela associados, devolvendo aos diretos intencionais a característica de exceção que tinham antes do mecanismo desenvolvido pelo mencionado intermediário.

⁴ A FCA do Reino Unido define o negócio direto intencional (*cross-transaction*) regular da seguinte forma: “a transaction by which a person matches, at the same price on the same terms, the buy and sell orders of two or more persons for whom he is acting as agent.” (FCA Handbook, Glossary).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

31. Quanto às ofertas RLP é importante destacar que se trata de uma inovação no mercado nacional, embora, como será explicitado mais adiante, existam exemplos de utilização de mecanismos similares em outros mercados.

32. O fundamento da oferta RLP é a atribuição de preferência ao intermediário para que ele possa ser contraparte de seus clientes, o que demanda uma alteração nas regras de negociação vigentes.

33. O artigo 73 da Instrução CVM nº 461/2007, estabelece que o ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente, (i) a regular, adequada e eficiente formação de preços; (ii) a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e (iii) a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.

34. O parágrafo único do mesmo artigo estabelece que “quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento.” (grifamos)

35. Observa-se que a regra estabelece a prioridade preço-tempo para a execução dos negócios em bolsa, critério que, aliás, é o mais utilizado internacionalmente para confecção dos algoritmos das bolsas para o “casamento” de ordens (*Order Matching Algorithms*). Esse tipo de algoritmo também é conhecido pelo acrônimo FIFO (*First In First Out*) e prioriza a execução da oferta mais antiga ao melhor preço disponível.

36. A oferta RLP introduz uma nova variável no algoritmo de execução de ordens, o qual passa a ter a seguinte priorização: preço-intermediário-tempo. Isso significa que, ao melhor preço de compra ou de venda, a oferta emitida pela carteira própria do intermediário terá prioridade sobre as demais ofertas presentes no livro para fechamento contra as ofertas agressoras de clientes de varejo daquele mesmo intermediário (assim considerados os clientes pessoas naturais com a sinalização de que aceitam ter como contraparte uma oferta RLP).

37. O primeiro aspecto a ser avaliado é o cabimento desse tipo de priorização em negócios de bolsa à luz do disposto na Instrução CVM nº 461/2007. A SMI entende que a norma permite exceções ao critério preço-tempo para casos em que se deva aplicar procedimentos especiais de negociação.

38. A despeito de não haver uma definição formal para os procedimentos especiais de negociação, historicamente, negócios diretos, operações *ex pit*⁵ e os diferentes mecanismos de leilão foram considerados procedimentos especiais em regulamentos aprovados pela CVM.

⁵ São operações *ex pit* aquelas previamente realizadas com determinados ativos referenciados em commodities e submetidas a registro nos ambientes de negociação da B3.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

39. Visto que as ofertas RLP se assemelham aos negócios diretos, não nos parece haver óbice a que possam ser classificadas como procedimentos especiais para efeitos da Instrução CVM nº 461/2007, sem prejuízo da avaliação de uma alteração na mencionada Instrução, que se encontra em processo de revisão.

40. Superada a questão da regularidade da oferta RLP, é importante avaliar a conveniência dessa categoria de oferta e sua adequação ao mercado brasileiro.

41. Como dito anteriormente, o critério de priorização dos algoritmos de fechamento de negócios utilizados pelas bolsas internacionais não é uniforme, embora prevaleça o FIFO. No Canadá e na Austrália, por exemplo, há mecanismos que se assemelham enormemente à oferta RLP proposta pela B3, motivo pelo qual elegemos esses mercados para uma análise comparativa.

42. No Canadá, existe uma funcionalidade denominada *broker preferencing* que permite que uma oferta enviada a um determinado mercado seja fechada contra outras ofertas do mesmo intermediário ou seus clientes, com preferência sobre ofertas de outros intermediários que tenham o mesmo preço, mas que teriam prioridade temporal.

43. Historicamente, esse tipo de oferta tinha como objetivo incentivar os intermediários a enviar ofertas para o livro em vez de casá-las fora do mercado de bolsa e apenas registrar negócios diretos intencionais na bolsa. A funcionalidade é vista pelos reguladores canadenses como uma forma de internalização, uma vez que, naquele país, são considerados internalizados os negócios em que clientes do mesmo intermediário atuam nas pontas compradora e vendedora (com a atuação ou não da carteira própria do intermediário).

44. Como se nota, sob o ponto de vista conceitual, há enormes semelhanças entre a funcionalidade canadense *broker preferencing* e a proposta da B3 para a oferta RLP. No entanto, no Canadá, a regulamentação exige que em negócios de varejo em que o intermediário também atue como principal (carteira própria do intermediário na contraparte do cliente), sempre exista melhora de preço para o cliente, o que é visto como uma forma de resolver em favor do cliente o conflito inerente à relação agente-principal.

45. Quando o *spread* está fechado, a melhora deve ser de meio *tick size* (metade da variação mínima de apregoação) segundo a regulamentação canadense. Isso significa que ao utilizar a funcionalidade *broker preferencing* para sua carteira própria, o intermediário propicia melhora de preço ao cliente de varejo na totalidade dos negócios fechados.

46. De acordo com dados dos reguladores canadenses (CSA – *Canadian Securities Administrators*), no período de janeiro de 2017 a julho de 2018, os negócios realizados por meio da funcionalidade *broker preferencing* (na modalidade cliente x carteira própria do intermediário) presente nos mercados daquele país correspondeu em média a 1,06% do número total de negócios realizados e 2,03% do volume total negociado⁶.

⁶ Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406 “Internalization within the Canadian Equity Market”, página 11. A estatística diz respeito apenas ao uso da preferência pelo intermediário para o fechamento de negócios contra sua carteira própria. É importante mencionar, no entanto, que o Canadá permite o uso da preferência para o fechamento



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

47. Os percentuais observados no mercado canadense, onde não há limitação à priori para o uso da funcionalidade *broker preferencing*, são sensivelmente menores do que os limites propostos pela B3 para o uso da oferta RLP (15% do número de contratos negociados nos instrumentos elegíveis). A SMI acredita que a obrigatoriedade de melhora de preço presente naquele país possivelmente explique o uso limitado da funcionalidade na modalidade cliente x carteira própria do intermediário.

48. Destaca-se que, na proposta da B3, a melhora de preço somente é exigida nas situações em que o *spread* estiver aberto, ou seja, quando a diferença entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda for maior que um *tick size* (variação mínima de apregoação), o que, é forçoso reconhecer, cria incentivos financeiros para que o intermediário busque incrementar o seu fluxo de ordens.

49. Assim como no Canadá, na Austrália, a melhora de preço para “*dark trades*” (exceção à regra de transparência pré-negociação) prevê melhora de preço para clientes de varejo.

50. De fato, a regulamentação australiana (*ASIC’s Market Integrity Rules*) determina que a transparência pré-negociação é mandatória naqueles mercados salvo em alguns casos, dentre os quais a negociação com melhora de preço para o cliente⁷.

51. A ASX (*Australian Securities Exchange*) disponibiliza um sistema denominado *ASX Centre Point* que é integrado ao sistema de negociação daquela bolsa (*lit market*) e possibilita o fechamento de negócios com melhora de preço de, ao menos, meio *tick size* (*midpoint*) para os investidores. Uma das funcionalidades presentes no sistema é o *Centre Point Preferencing* que possibilita a maximização do número de negócios fechados pelos usuários independentemente da posição das ofertas no livro.

52. A ASX informa haver mais de 60 participantes usuários do sistema e mais de 800 ativos negociados por meio do *ASX Centre Point*, o qual não se restringe ao atendimento de clientes de varejo.

53. Nota-se que o mecanismo desenvolvido pela bolsa australiana também prevê a fragmentação do *tick size* para possibilitar a melhora de preço para o investidor nas situações em que o *spread* estiver fechado.

54. A conclusão é a de que tanto no Canadá quanto na Austrália, as transações sem transparência pré-negociação somente se justificam do ponto de vista regulatório (em relação aos investidores de varejo) se houver ganho para o investidor e, em ambas as jurisdições, esse ganho é prioritariamente mensurado em melhora de preço. É importante ressaltar, no entanto, que tanto Canadá quanto Austrália têm mercados com características distintas do mercado brasileiro

de negócios entre dois clientes do intermediário, caso em que as estatísticas para o mesmo período são de 3,91% do número de negócios e 4,44% do volume total negociado.

⁷ ASIC’s Market Integrity Rule – 6.1.1 (c).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

(existência de fragmentação, por exemplo) e que os estudos realizados não permitem uma compreensão abrangente do seu funcionamento.

55. Essa conclusão também é suportada por estudo conduzido pelo CFA Institute em 2012⁸ em que a instituição recomenda que:

- a) a internalização de ordens de varejo seja permitida desde que com a contrapartida de uma melhora significativa de preços para essa categoria de investidores;
- b) os reguladores monitorem o crescimento da atividade não transparente nos mercados sob sua supervisão e tomem medidas adequadas em caso de crescimento excessivo dessa atividade; e
- c) ambientes de negociação não transparente aperfeiçoem seus mecanismos de *disclosure* e reporte de operações para permitir que investidores e reguladores tomem decisões mais informadas acerca do seu uso.

56. Visto que a oferta RLP não tem transparência pré-negociação e também terá sua utilização limitada a percentuais estabelecidos pela B3, é fundamental entender os limites a que se refere o estudo do CFA Institute. Correlacionando os *spreads* com o nível de internalização observado nos mercados avaliados, o CFA concluiu que até o limite de 43% de negócios internalizados há redução dos *spreads* observados, o que é visto como melhora da qualidade do mercado.

57. A partir do limite de 43%, a internalização passa a ser deletéria para o mercado, há um ponto de inflexão na curva que resulta da correlação entre *spreads* e nível de internalização, pois os *spreads* começam a aumentar.

58. O limite fixado pela B3 para as ofertas RLP é inferior ao apontado pelos estudos do CFA Institute. O *cap* de 15% fixado pela B3 determina o número total de contratos que podem ser negociados com o uso das ofertas RLP pelo conjunto dos intermediários, considerando o volume total negociado num determinado instrumento do qual se excluem os contratos negociados pelas carteiras próprias de todos os participantes na modalidade RLP.

59. Num exemplo numérico, se o volume total do instrumento já excluídos os contratos comprados e vendidos pela carteira própria de todos os intermediários fosse de 13 milhões de contratos, estariam sujeitos a ser contraparte de ofertas RLP 1.950.000 contratos (13 milhões x 15%). Para determinar o número de contratos que poderia ser negociado por cada intermediário, divide-se o limite de 15% pelo *market share* dos clientes de varejo do total do mercado. Considerando que esse *market share* fosse de 46% do volume total negociado, teríamos 32% (15 dividido por 46). O percentual de 32% deveria ser, então, aplicado sobre o volume negociado pelos clientes de varejo de cada intermediário para determinar o limite para o uso da oferta RLP daquele particular intermediário. Evidentemente, a soma dos contratos negociados tendo como contraparte uma oferta RLP por todos os intermediários não ultrapassará o limite de 15%.

⁸ *Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality*, CFA Institute, Outubro de 2012.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

60. Outra característica relevante da oferta RLP é a permissão para que os intermediários sejam remunerados pelo fluxo de ordens que geram, o que é conhecido por *payment for order flow*⁹. No caso da oferta RLP, o *payment for order flow* se dá pela faculdade de o intermediário vender para outro intermediário ou mesmo um cliente a possibilidade de ser contraparte de seu fluxo de ofertas de varejo.

61. De acordo com o Relatório Final da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO sobre Incentivo para o Roteamento de Ordens (*Order Routing Incentives Final Report*), fruto de um estudo conduzido em 2016/2017 pelo Comitê 3 da IOSCO – Regulação de Intermediários, a prática de *payment for order flow* é proibida em algumas jurisdições tais como a Austrália, a Índia e os Países Baixos, nesse último caso em relação a transações de clientes de varejo.

62. Quando permitida, a prática é objeto de supervisão pelos reguladores, pois se reconhece que pode suscitar importantes conflitos de interesses¹⁰. A transparência na comunicação com o cliente acerca do recebimento de remuneração pela venda de fluxo, bem como o estabelecimento de políticas e procedimentos no âmbito dos controles internos dos intermediários são considerados mitigadores dos conflitos que podem surgir¹¹.

63. Embora o relatório da IOSCO não contenha recomendações ou princípios, a organização encorajou participantes de mercado a considerarem os resultados da pesquisa conduzida entre os membros do Comitê 3, refletindo sobre suas práticas de forma a assegurar que sejam justas com os clientes e condizentes com os requisitos regulamentares aplicáveis.

64. Avaliando a realidade brasileira à luz do tratamento que o tema *payment for order flow* tem merecido no contexto da regulação internacional, a SMI entende que merece destaque dentre as métricas construídas para mensuração do sucesso das ofertas RLP aquela que diz respeito ao resultado das operações RLP para os intermediários. A SMI acompanhará o efeito gerado pela remuneração obtida a partir da venda de fluxos que também pode vir a ser um indicador da concentração no mercado de intermediação.

65. Adicionalmente, a SMI acredita fortemente que a comunicação do investidor com seu cliente deve ser a mais transparente possível de forma a possibilitar a melhor tomada de decisão pelo investidor. Dessa maneira, consideramos importante que o investidor esteja ciente da forma por meio da qual o intermediário é beneficiado numa operação de que é contraparte do cliente.

⁹ Payment for order flow is the practice of wholesale market makers paying brokers (typically retail brokers) for their clients' order flow. (Policy Brief – Payment for Order Flow – CFA Institute – July 2016).

¹⁰ “However, the existence of explicit payments between intermediaries to direct order flow could clearly have the potential to create a conflict of interest that may impact an intermediary’s duty to its customers to seek best execution, where applicable.” (IOSCO Order Routing Incentives – Final Report – Página 05)

¹¹ “From the firms that do receive payments, most identify it as a conflict of interest and use a mixture of policies, procedures and disclosures to mitigate the risk of detriment to their clients. Many firms rely on best execution frameworks and governance committees, alongside general policies for managing conflicts of interest.” (IOSCO Order Routing Incentives – Final Report – Página 19)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

66. Por esse motivo, solicitamos que a B3 desenvolvesse material informativo acerca das ofertas RLP, o qual será publicado na página da entidade administradora na rede mundial de computadores, bem como por todos os intermediários que venham a oferecer a opção de adesão a seus respectivos clientes e pela ANCORD.

67. Ademais, a SMI solicitou o desenvolvimento de um modelo para uniformizar a comunicação dos intermediários com seus clientes. Destarte, as informações mandatórias a serem publicadas na página de cada intermediário seguirão o modelo definido, permitindo a comparação de performance entre os intermediários que venham a se utilizar das ofertas RLP.

68. Nesse mesmo sentido, a SOI aproveitará os estudos de mercado desenvolvidos sob demanda da SMI a partir do convênio celebrado com a Universidade de São Paulo (celebrado em 26 de setembro de 2018)¹² para melhorar o nível de informação dos investidores acerca das operações com valores mobiliários. Para tanto, a coordenação entre SOI e SMI é importante e permitirá aumentar a visibilidade dos relatórios preparados pelos acadêmicos por meio da sua publicação no Portal do Investidor da CVM. A primeira iniciativa concreta é a publicação do estudo “É possível viver de *day-trading*?”, em 05 de março de 2019. No mencionado estudo, os pesquisadores Fernando Chague e Bruno Giovannetti, do Núcleo de Estudos de Finanças da Universidade de São Paulo, concluem que há fortes evidências de que não faz sentido, ao menos econômico, tentar viver de *day-trading*.

69. A SMI entende que o caráter técnico e o rigor científico da informação divulgada melhoram o nível de conhecimento dos agentes do mercado e contribuem para a sua educação financeira. Por essa razão, a Superintendência considera que a transparência da comunicação com o cliente deve se fazer acompanhar de informação técnica e isenta sobre o funcionamento do mercado, de forma que, ciente dos riscos e da possibilidade de retorno, o investidor esteja livre para definir seus investimentos.

70. A menção à liberdade do investidor suscita uma discussão sobre uma característica importante das ofertas RLP: o princípio de não preterição de clientes do intermediário cujas ofertas estivessem passíveis de fechamento contra a oferta agressora do cliente de varejo.

71. Alegando que alguns clientes institucionais, sobretudo HFT, podem concordar em ser preteridos por uma oferta RLP, pois não seriam prejudicados em suas estratégias de execução dada a maior liquidez do livro de ofertas, a B3 propõe que tais clientes possam voluntariamente abrir mão de seu direito de não serem preteridos.

72. A SMI entende que o princípio da não preterição foi um dos motivadores para o desenvolvimento da funcionalidade no livro de ofertas da entidade administradora. A permissão para que os investidores disponham do direito à não preterição contraria um princípio presente na regulamentação que não visa apenas a proteger um investidor individualmente considerado, mas que pretende garantir a hígidez do processo de formação de preços e a eficiência do mercado.

¹² Objeto do convênio: Cooperação acadêmica para identificação de assimetrias informacionais no mercado financeiro brasileiro e proposição de medidas indutoras de maior eficiência econômica nesses mesmos mercados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

73. Esta Superintendência avalia que o disposto no artigo 30, parágrafo único da Instrução CVM nº 505/2011, (“é vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses do cliente”) é um preceito absoluto e deve orientar a atuação do intermediário em qualquer caso e destaca seu entendimento de que no caso em análise não se trata de um conflito potencial, mas de conflito real¹³. Vale explicar que, uma vez adotada a proposta da B3, uma oferta do cliente institucional poderia ser preterida única e exclusivamente para permitir que o intermediário pudesse se interpor ao negócio de um cliente de varejo, beneficiando-se daquele fluxo.

74. Por essa razão, nesse específico ponto, a SMI entende que a proposta deve ser mantida na forma submetida à consulta pública, ou seja, sem a possibilidade de preterição de qualquer categoria de cliente.

75. A Superintendência entende, aliás, que a supervisão terá um papel crucial para garantir o pleno cumprimento da regulação da CVM não apenas em relação a atuação dos intermediários em conflito de interesses com seus clientes, mas também para monitorar o cumprimento das regras de melhor execução e de *suitability*.

76. Para tanto, BSM e CVM atuarão conjuntamente, cabendo ao autorregulador primordialmente:

- i. A verificação dos algoritmos dos OMS dos intermediários a fim de garantir o não represamento de ordens: a BSM fará a análise estatística do tempo de permanência da ordem no OMS. A aferição será precedida da divulgação de norma de supervisão com requisitos a serem atendidos pelos intermediários (horário de entrada e saída, tempo máximo de permanência e obrigação de *disclosure* nas regras e parâmetros de atuação);
- ii. Verificação do cumprimento dos requisitos de *suitability* no oferecimento dos contratos em que em que a funcionalidade estiver operante: a BSM considera que a denúncia ou reclamação do investidor é a forma mais eficaz de identificação do descumprimento da obrigação de *suitability*. Serão utilizados os instrumentos já utilizados pela BSM para identificação de infração à norma;
- iii. Acompanhamento de eventuais tentativas de manipulação dos limites máximos de utilização da oferta RLP por meio de operações fictícias: a BSM monitorará a recorrência de operações realizadas com o mesmo comitente (OMC), operações de compra e venda entre as mesmas partes sem resultado financeiro e concentração de estratégias de arbitragem entre o mini-contrato e o contrato padrão, sem obtenção de resultado financeiro. Dessa forma, o autorregulador entende ser possível

¹³ Para fins comparativos, a SMI suscita o Termo de Ciência de Potencial Conflito de Interesses (Anexo 92) da Instrução CVM nº 555/2014, cuja assinatura pelo cotista atesta a sua ciência acerca da possibilidade de atuação do administrador/gestor/consultor em conflito de interesses em face da possibilidade de recebimento de remuneração pela alocação dos recursos ou pela distribuição de produtos nos mercados financeiros e de capitais. Não há dúvidas de que a Instrução CVM nº 555/2014 trata de uma situação de conflito potencial. A analogia definitivamente não se aplica à eventual preterição de cliente por operação de intermediário, quando estaríamos diante de atuação do intermediário em conflito de interesses efetivo e configurado, pois nenhum benefício seria auferido pelo investidor que viesse a declinar de seu direito de ter sua ordem executada no livro centralizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

identificar eventuais tentativas de manipulação para crescimento fictício do volume;

- iv. Checagem da uniformidade da comunicação dos intermediários com seus clientes, considerando o conteúdo da informação disponível para os investidores que possam ser contraparte da oferta RLP do intermediário: a BSM fará a verificação dos documentos por meio dos quais os intermediários ofertarão a funcionalidade a seus clientes, os quais deverão indicar com clareza as vantagens e desvantagens da funcionalidade, bem como as políticas de tarifas e taxas de corretagem divulgadas aos investidores e especificadas em notas de corretagem.

77. Periodicidade da supervisão e forma do relato dos resultados das análises realizadas serão alinhados com a SMI de forma a permitir o melhor aproveitamento da capacidade tecnológica e da força de trabalho qualificada do autorregulador.

78. Por fim, é relevante analisar a conveniência de se permitir a introdução de um tipo de oferta sem transparência no mercado de bolsa brasileiro. O Princípio 35 da IOSCO determina que a regulação deve promover a transparência dos negócios, o que inclui informação pré e pós negociação.

79. A metodologia da IOSCO para avaliação da aderência aos princípios atribui à transparência um papel central na garantia da higidez e eficiência de um mercado, principalmente no que diz respeito à liquidez e qualidade da formação de preços. Ademais, a mesma metodologia assinala que a transparência é fundamental para a proteção dos investidores porque lhes permite monitorar a qualidade da execução proporcionada pelos intermediários.

80. Tendo isso em mente, um aperfeiçoamento fundamental no *market data* de pós-negociação é a sinalização de negócios que tenham tido uma oferta RLP como contraparte. Essa sinalização não apenas facilita a identificação dessas operações pelo sistema de acompanhamento de mercado da CVM, como também possibilita o monitoramento da execução pelo investidor e está totalmente alinhada com o mencionado Princípio 35 ao aprimorar a transparência pós-negociação.

81. Dentre as *key issues* da IOSCO para a avaliação do cumprimento do Princípio 35, lê-se que ordens transparentes devem ter prioridade sobre ordens opacas ao mesmo preço no mesmo ambiente de negociação¹⁴. A proposta da B3, no entanto, cria um tipo de oferta sem transparência pré-negociação que terá prioridade sobre as ofertas do livro que tiverem o mesmo preço em caso de *spread* fechado¹⁵, o que, numa primeira análise, é incompatível com o mencionado Princípio da IOSCO.

82. Em face das práticas observadas em outras jurisdições que determinam a melhora de preços para clientes de varejo que atuam na contraparte do intermediário e da avaliação sobre o risco de

¹⁴ Principle 35. Regulation should promote transparency of trading – Key Issue 3: Transparent orders should have priority over dark orders at the same price within the same trading venue.

¹⁵ Visto que as ofertas RLP devem proporcionar melhora de preço quando o *spread* estiver aberto, o cumprimento do Princípio 35 somente fica comprometido quando o *spread* estiver fechado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

não cumprimento do Princípio 35 da IOSCO, a SMI solicitou à B3 que se manifestasse sobre a possibilidade de fracionamento do *tick size* e sobre a compatibilidade da solução sobre as ofertas RLP com o referido Princípio.

a) Fracionamento do *Tick Size*:

83. Em resposta ao Ofício nº 18/2019/CVM/SMI, por meio do qual esta Superintendência, citando os exemplos dos mercados canadense e australiano, questiona a B3 acerca da sua posição em relação ao fracionamento do *tick size* para permitir melhora do preço para os clientes de varejo na totalidade dos casos, a entidade administradora informou que a oferta RLP exige melhora de preço sempre que o *spread* presente no livro está aberto (igual ou superior a dois *tick sizes*). A B3 acrescentou que o argumento de que a RLP, para ser legitimada, deveria exigir melhora de preço quando o *spread* está fechado, por meio de *tick size* fracionário, lhe parecia circular, uma vez que, somente o intermediário, por meio do RLP, teria a possibilidade de negociar com *tick size* fracionário. A B3 também pergunta o que legitimaria o privilégio dos intermediários de negociar com *tick size* fracionário quando aos HFT e *market makers* esse direito não seria concedido. No entendimento da SMI, em sua resposta a B3 desconsiderou o fato de que apenas as ofertas RLP não estarão visíveis no livro de ofertas e que, na situação apresentada, a negociação no *midpoint* não representa exatamente um privilégio.

84. A verdadeira razão para rechaçar o fracionamento do *tick size* se manifesta quando a B3 argumenta que a exigência de melhora de preço na presença de *spread* fechado reduz a rentabilidade dos intermediários e a própria força da oferta RLP como mecanismo de fortalecimento e incentivo da atividade de intermediação.

85. É fato que o fracionamento do *tick size* reduziria de maneira sensível a rentabilidade da oferta RLP para os intermediários e minaria o principal argumento para a criação da funcionalidade, qual seja, a promoção do setor de intermediação. Ademais, a B3 entende que os benefícios para o investidor não se restringem a melhora de preço e que podem se materializar na maior liquidez do mercado.

86. Ainda que isso possa ser verdade, é fundamental apontar que o Princípio 35 é bastante claro quanto à precedência que devem ter as ofertas transparentes sobre as não transparentes, ao mesmo preço e no mesmo ambiente de negociação. Trata-se de questão que ganha relevância caso os resultados do período de testes sejam favoráveis, situação em que haverá demanda para a expansão do uso da funcionalidade para outros ativos e mercados. No entanto, considerando a realização de um período experimental em que a oferta RLP poderá ser utilizada em apenas dois contratos derivativos, bem como a coerência do argumento (referente à redução dos incentivos para o setor intermediação) apresentado pela B3, a SMI está confortável com a manutenção da proposta da B3 que impossibilita o fracionamento do *tick size*.

b) Princípio 35 da IOSCO

87. Questionada (Ofício nº 21/2019/CVM/SMI) sobre a compatibilidade da funcionalidade RLP com o estabelecido no Princípio 35, a B3 opinou no sentido de que exceções são admitidas e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

permitidas na maior parte das jurisdições, desde que definidas com clareza e que o regulador tenha acesso a todas as informações relacionadas a essas exceções.

88. A B3 entende que a oferta RLP deveria ser caracterizada como exceção admitida ao Princípio 35 quanto à transparência pré-negociação, uma vez que (i) cumpre o objetivo de garantia de preço melhor ou igual ao disponível no topo do livro central de ofertas, (ii) reforça o aumento da probabilidade de execução das ofertas transparentes, em função de incentivar o desenvolvimento do fluxo de varejo e da existência do limite para negociação de contratos e (iii) permite o acesso do regulador a todas as informações a ela relacionadas.

89. A B3, no entanto, admite a viabilidade técnica de as ofertas RLP terem transparência pré-negociação, a despeito dos seguintes efeitos adversos:

- i. Dificuldade por parte dos investidores de identificar a real liquidez do produto no livro central de ofertas, tendo em vista que parte das ofertas disponíveis no livro não serão passíveis de agressão;
- ii. Questões associadas ao ordenamento no livro central de ofertas e identificação do melhor preço. Por exemplo, no caso de *spread* aberto, existe uma obrigação de melhora de preço, o qual poderá não estar disponível para o investidor do intermediário A, por ser uma oferta RLP do intermediário B;
- iii. A divulgação das ofertas pode resultar em risco adicional para o intermediário, com fácil mapeamento de suas ofertas por diversos participantes de mercado, o que poderia reduzir os lotes ofertados, com impacto no benefício oferecido aos investidores; e
- iv. A divulgação pode gerar concentração nos participantes com maiores ofertas RLP, o que contraria o objetivo de democratização do produto.

90. Ressaltando a viabilidade técnica da transparência das ofertas RLP, a B3 solicita que, sem prejuízo do início imediato do período experimental com ditas ofertas, seja concedido prazo de 9 a 12 meses para a realização dos ajustes necessários, sendo (i) de 3 a 6 meses para discussão com o mercado, com o objetivo de mitigar os riscos acima apontados, e (ii) 6 meses adicionais para adequação dos *vendors*, que corresponde ao prazo contratual estabelecido.

91. Conquanto reconheça que o Princípio 35 admite a possibilidade de excepcionar a sua própria aplicação, a SMI considera que não se pode ignorar o risco de a aprovação da proposta da B3 nos termos em que ela foi apresentada acarretar um *downgrade* em relação ao cumprimento do Princípio 35 (haja vista o apontamento atual ser *Fully Implemented*¹⁶), em eventual avaliação do FMI e do Banco Mundial (FSAP – *Financial Sector Assessment Program*).

92. No entanto, esta Superintendência considera que esse risco é reduzido no período experimental em face de a proposta ser passível de utilização na negociação de apenas dois contratos no mercado de derivativos. Por essa razão, a SMI não recomenda a utilização da

¹⁶ Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (FSAP – Brazil – June 2013).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

faculdade de excepcionar a oferta RLP para fins de cumprimento do Princípio 35 durante período em que a funcionalidade estiver em teste.

IV – Conclusão

93. Considerando a realização de um experimento controlado, o benefício potencial das ofertas RLP representado pelo aumento de liquidez, de volume negociado e novos investidores para esses mercados (conforme mostra o Anexo I) parece superar os riscos existentes, muitos dos quais foram mitigados ou eliminados na concepção das ofertas RLP (a preterição de clientes, o represamento de ordens e a comunicação não transparente com o cliente são alguns exemplos de práticas que ficam inviabilizadas ou, no mínimo, terão aplicação bastante dificultada a partir da implementação das ofertas RLP).

94. A SMI acredita, portanto, que um período experimental controlado, com avaliação por métricas desenvolvidas em conjunto pela B3, a BSM e a CVM, possibilitará uma análise dos resultados reais proporcionados pelas ofertas RLP sobre a liquidez, *spreads* e formação de preços no livro de ofertas. Dessa forma, ao término do período experimental, esta Superintendência entende que terá dados para fundamentar uma recomendação de manter a funcionalidade em operação ou descontinuí-la.

95. A SMI ressalta que, durante o período experimental, regulador e autorreguladores deverão estar atentos aos seguintes pontos em particular:

- a) Formação de preços no livro: caso haja qualquer indício de deterioração do livro de ofertas dos ativos com oferta RLP, o limite máximo inicialmente fixado para interação das ofertas transparentes com as ofertas RLP deverá ser reduzido a fim de preservar a adequada formação de preços; e
- b) Transparência na comunicação entre intermediário e investidor: garantir que a informação sobre as ofertas RLP chegue de forma clara e uniforme, nos termos da proposta de comunicação elaborada pela B3, permitindo uma escolha consciente por parte do investidor.

96. Dito isso, a SMI posiciona-se favoravelmente à aprovação da proposta da B3 pelo período experimental de um ano, sem prejuízo da realização de aperfeiçoamentos para dar transparência às ofertas RLP, caso se entenda que o risco de não atendimento ao Princípio 35 da IOSCO se mostre não aceitável em face, sobretudo, da possibilidade de expansão do uso da funcionalidade para outros mercados e/ou contratos/ativos.

97. Por essa razão, a SMI recomenda que (i) eventual aprovação seja acompanhada da determinação da realização de estudos e discussões com o mercado (nos termos propostos pela B3) no sentido de viabilizar a inclusão de ofertas RLP no *market data* pré-negociação; e (ii) a B3 seja comunicada de que os resultados dos mencionados estudos deverão ser apresentados à CVM



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

e comporão o conjunto de informações que subsidiará a eventual tomada de decisão quanto à transparência daquelas ofertas ao fim do período experimental proposto.

98. Quanto construção da funcionalidade, esta Superintendência (i) ratifica sua posição de que a não preterição de clientes deve orientar a utilização das ofertas RLP, razão pela qual discorda da proposta de permitir que o investidor institucional abra mão desse direito, e (ii) posiciona-se pela sinalização no *market data* dos negócios que tiveram uma oferta RLP como contraparte, haja vista a prática contribuir para aprimorar a transparência pós-negociação da B3.

99. Enfim, a SMI concorda com a realização de um período experimental de uso da funcionalidade RLP com as características a seguir sintetizadas, a fim de testar a sua eficiência na promoção da qualidade do mercado e ressalta que durante o mencionado período experimental atuará em conjunto com a BSM (nos termos do relatado nos parágrafos 77 e 78 deste memorando) para monitorar o uso da funcionalidade a fim de coibir seu eventual uso inadequado:

- a) Uso limitado ao PUMA Trading System (Plataforma Unificada Multi Ativos) da B3;
- b) Passível de agressão exclusivamente por ofertas de clientes marcados com o *flag* de varejo do mesmo intermediário;
- c) Oferta do tipo *pegged*, na qual o intermediário indica a quantidade de compra e/ou venda, sendo o seu preço contínua e automaticamente ajustado pelo PUMA para o melhor preço de compra (*bid*) ou o melhor preço de venda (*ask*);
- d) Considerando (i) o primeiro nível de preços do livro de ofertas em um dado instante; (ii) a presença de uma oferta RLP do intermediário no livro; e (iii) a chegada de uma oferta agressora de um cliente de varejo desse intermediário:
 - I. A oferta RLP tem prioridade para execução sobre todas as ofertas dos demais intermediários;
 - II. A oferta RLP não tem prioridade sobre ofertas de clientes do mesmo intermediário que possam ser fechadas pela oferta agressora (não preterição de clientes do intermediário emissor de ofertas RLP).
- e) O número total de contratos negociados via RLP não poderá superar o percentual de 15% (“Y”) do total. Excluem-se dos cálculos do “volume total do instrumento” e do “volume de RLP” os contratos negociados pela conta própria do intermediário e incluem-se os contratos negociados pelos clientes desse intermediário.
- f) Não pode ser agredida por qualquer oferta de mercado, razão pela qual não contará com transparência pré-negociação (trata-se de uma oferta *dark*); a divulgação de informações ao mercado (*market data*) ocorrerá imediatamente após o fechamento dos negócios, ou seja, sem redução de transparência pós-negociação e com sinalização dos negócios que tenham tido uma oferta RLP como contraparte;
- g) O PUMA terá uma funcionalidade que permitirá que outro intermediário ou cliente atue como contraparte “consolidadora” de seus respectivos fluxos agressores de ordens de varejo; os intermediários interessados poderão estipular um preço a ser cobrado da contraparte “consolidadora” (prática conhecida como *payment for order flow*), o que permite que mesmo intermediários com pequeno fluxo de varejo o rentabilizem de alguma forma;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

h) A oferta RLP poderá ser utilizada exclusivamente nos minicontratos futuros de dólar comercial (WDO) e de IBOVESPA (WIN) durante o período de teste da nova funcionalidade.

100. Em face do exposto a SMI propõe a aprovação das alterações nos normativos da B3 para (i) restringir as hipóteses de aceitação dos negócios diretos intencionais; e (ii) permitir um período experimental de 12 meses para teste da eficiência das ofertas RLP no mercado futuro para os minicontratos de dólar americano e IBOVESPA.

101. Finalmente, a SMI sugere que o tema seja levado à deliberação pelo Colegiado da CVM e se coloca à disposição para assumir sua relatoria durante a reunião daquele órgão, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Respeitosamente,

(Assinado eletronicamente por)

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários