



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 20/2019-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 23 de maio de 2019.

Ao

Superintendente Geral da Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: ***Retail Liquidity Provider - Ofertas RLP***

Possibilidade de exclusão da regra de não preterição para clientes institucionais mediante prévia e expressa anuência

1. Trata-se de proposta da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) para, no âmbito do período experimental para teste das ofertas RLP nos minicontratos futuros de dólar e de IBOVESPA aprovado pelo Colegiado da CVM em reunião de 21 de maio de 2019, permitir que investidores institucionais, mediante prévia e expressa anuência, declinem do direito à não preterição pelas ofertas RLP de responsabilidade do intermediário por meio do qual operem.

2. A questão surgiu em uma das respostas à consulta pública formulada pela B3 acerca das novas regras para registro de negócios diretos intencionais e da proposta de criação das ofertas RLP (Ofício Circular B3 050/2018-VOP), quando um dos respondentes (0764226) afirmou que:

“Corretoras que atendam simultaneamente investidores de varejo – a quem as ofertas RLP deveria beneficiar – e clientes HFTs não poderão, realisticamente, explorar a nova modalidade de oferta. Uma base consistente de clientes HFTs impedirá, de fato, a adoção do interessante mecanismo RLP. Afinal, os HFTs podem sempre manter ofertas no primeiro nível de preço do livro, com o quê inviabilizado o RLP para a corretora, considerando a premissa de que não deve haver, no fechamento de negócios RLP x ordens agressoras de varejo, a preterição de clientes da corretora tomados como um todo único”.

3. Em relatório elaborado pós consulta pública, a B3 assim se manifestou acerca do tema:

“A B3 se mostra sensível ao argumento de que há corretoras que possuem fluxo de clientes de varejo e também fluxo de investidores de alta frequência (HFTs), e que essa condição poderia inviabilizar o pleno

aproveitamento da oferta RLP por tais corretoras. No entanto, considerando o previsto na Instrução CVM 505, a B3 entende não poder existir a separação de clientes em grupos distintos.

Tendo em vista o impacto operacional e econômico para as corretoras, a B3 avaliará junto à CVM se, no caso específico dos HFTs, cuja característica operacional é sempre estar no topo do livro, poderia, mediante autorização desses clientes, ser avaliada exceção à regra de não preterição. Caso a exceção venha a ser aprovada, sua implementação será feita em uma fase futura do programa”.

4. Em sua proposta de implementação da oferta RLP (minuta de Ofício Circular submetida à aprovação da CVM - 0752662), a B3 inclui a possibilidade de exclusão da regra de não preterição nos seguintes termos:

“ Caso os clientes institucionais (i) informem expressamente para a corretora e (ii) façam a marcação nas ofertas enviadas a plataforma de negociação, a B3 poderá não aplicar a característica disposta no item (g) (ii)’;

cuja redação é a seguinte:

“A oferta RLP não tem prioridade sobre ofertas de clientes do mesmo intermediário que possam ser fechadas pela oferta agressora. Dessa forma, se existir no livro central de ofertas uma oferta de outro cliente do mesmo intermediário que possa ser fechada pela oferta agressora, esta é direcionada para o livro central de ofertas, atendendo todas as ofertas de todos os intermediários até a última oferta do cliente do mesmo intermediário que puder ser fechada. Havendo saldo remanescente, a oferta agressora é encaminhada para a RLP”;

5. Ciente de que a SMI se posicionaria contrariamente a adoção da proposta em relação a esse específico ponto, a B3 enviou-nos correspondência em 20 de maio de 2019 (0762642) por meio da qual reforçou os argumentos expostos e aduziu que:

“Há clientes institucionais que atuam em alta frequência (HFTs) e que utilizam algoritmos para inserir ofertas no topo do livro de ofertas. Devido à regra de não preterição, tais ofertas concorreriam com a oferta RLP da corretora. Em situações extremas, a presença de tais ofertas poderia inviabilizar o fechamento de ofertas RLP da corretora, eliminando completamente o seu ganho com o produto.

Como o ganho com spread tende a ser relevante e, provavelmente, maior do que o ganho com corretagem, em determinadas situações a decisão racional da corretora poderia ser, simplesmente, não oferecer seus serviços para clientes com perfil de HFT.

Em tal hipótese, tais clientes seriam obrigados a operar em outras corretoras (por exemplo, uma corretora especializada em clientes HFTs e com pouco ou nenhum fluxo de varejo), situação na qual suas ofertas, mesmo estando no topo do livro, não teriam prioridade sobre a oferta RLP da corretora original.

Ou seja, chegar-se-ia ao mesmo resultado (oferta RLP da corretora tendo prioridade sobre a oferta do cliente HFT no topo do livro), mas em uma situação potencialmente pior para os envolvidos, pois o cliente HFT não poderia operar na corretora de sua escolha, e esta não poderia prestar serviço para tal cliente”.

6. A SMI ratifica seu entendimento de que o princípio da não preterição foi um dos motivadores para o desenvolvimento da funcionalidade RLP no livro de ofertas da

entidade administradora e reflete um preceito absoluto contido na vedação a que o intermediário privilegie seus próprios interesses ou os interesses de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses do cliente.

7. Esta Superintendência considera que a B3 não logrou apontar um benefício para o cliente institucional que venha a abrir mão do direito à não preterição, mas entende que está evidente o benefício para o intermediário decorrente da prática. Dessa forma, resta configurada a atuação em conflito de interesses para efeito do disposto no artigo 30 da Instrução CVM nº 505/2011.

8. Ademais, parece-nos que ao eleger seu nicho de atuação, o que já ocorre atualmente, o intermediário deve estar preparado para usufruir dos bônus de sua escolha e arcar com os respectivos ônus, os quais não devem ser jamais transferidos para o cliente.

9. Por fim, vale mencionar o disposto na Lei nº 6385/1976 em seu artigo 4º, inciso III, segundo o qual a Comissão de Valores Mobiliários deve exercer suas atribuições para o fim de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão. A persecução desse objetivo deve orientar a elaboração de regras de mercado, as quais devem garantir que os ambientes de negociação imponham requisitos para uma negociação equitativa e eficiente.

10. Uma vez que o mercado seja percebido como equitativo e eficiente, o nível de confiança dos investidores será maior, pois essas características são associadas à integridade desse mercado.

11. Dessa forma, se pode dizer que a confiança no mercado de valores mobiliários está intimamente relacionada à sua equidade, a qual, por sua vez, se sustenta em três pilares: acesso ao mercado propriamente dito, acesso à informação e tratamento equitativo das ordens.

12. Do ponto de vista da SMI, para a consecução do tratamento equitativo de ordens não se pode prescindir da regra de não preterição. De fato, mais do que proteger a execução de uma ordem específica e, por conseguinte o interesse de um investidor individualmente considerado, tal regra visa a assegurar a eficiência e integridade do mercado. Não é por outra razão que o livro centralizado (que promove a interação entre ordens de diversos investidores) é entendido pelo mercado como a forma mais adequada para a formação de preços.

13. Acreditamos ser justa a preocupação com a qualidade da informação que será transmitida ao mercado, pois a leitura do livro tornar-se-á mais complexa caso as ofertas no topo passarem a ser sistematicamente preteridas pela execução de negócios a partir de ofertas sem transparência pré-negociação (alertamos que são justamente os investidores institucionais que estão no topo do livro). Como sabido, a informação contida no livro é fundamental porque transmite uma fotografia em tempo real de como os agentes estão se posicionando naquele específico mercado e, por essa razão, a transparência pré-negociação é tão cara ao mercado e seus reguladores.

14. Adicionalmente, desconhecemos qualquer jurisdição no mundo onde tenha sido permitida a experiência que aqui se pretende, qual seja, abrir a possibilidade de que investidores, eventualmente remunerados por interesses e arranjos privados com as respectivas corretoras, abram mão do direito à não preterição podendo prejudicar tanto o processo de formação de preços no livro quanto a qualidade da informação ao mercado.

15. Vale lembrar que o princípio da não preterição é o cerne da oferta RLP, a qual foi desenvolvida para que o intermediário possa se beneficiar de seu fluxo de varejo sem, contudo, preterir nenhum cliente. Na realidade, ao criar a oferta RLP

no livro centralizado, a B3 buscou assegurar que a preterição existente pelo uso dos negócios diretos intencionais seria completamente eliminada.

16. Com base no exposto, a SMI mantém sua posição quanto à inadequação da possibilidade de exclusão da regra de não preterição para clientes institucionais, ainda que mediante prévia e expressa anuência destes, haja vista os efeitos deletérios que, no entender da Superintendência, tal medida pode acarretar ao mercado.

17. Por fim, a Superintendência sugere que o tema seja levado à deliberação do Colegiado, ocasião em que se prontifica a assumir a sua relatoria, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Respeitosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 23/05/2019, às 16:15, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0764162** e o código CRC **3A39B1B9**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0764162** and the "Código CRC" **3A39B1B9**.*