



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.002097/2016-90

Reg. Col. nº 1410/19

- Interessado:** B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
- Assunto:** Proposta para expansão do programa experimental de ofertas RLP – *retail liquidity provider*
- Relatoria:** Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI

#### Voto

1. De início, registro a minha concordância com a renovação e expansão do programa experimental de ofertas *retail liquidity provider* (“RLP”), no âmbito do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.002097/2016-90 (“Processo”), objeto de deliberação na reunião do Colegiado de 15.12.2020.
2. Nos termos sugeridos pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“Área Técnica” ou “SMI”) no bem fundamentado Memorando nº 46/2020-CVM/SMI (“Memorando”)<sup>1</sup>, voto favoravelmente (i) à base de ativos escolhida para a nova rodada do programa; (ii) ao pedido de utilização de estrutura similar à da conta transitória (conta *master*), com o objetivo de viabilizar a cessão do fluxo para diferentes instituições; e (iii) ao prazo de 12 (doze) meses sugerido para a duração da extensão do programa, contados a partir da data de implantação da nova fase para todos os produtos, incluindo aqueles objeto da fase experimental inicial.
3. No entanto, anoto uma divergência com relação ao Memorando, especificamente com relação à sugestão da Área Técnica de que seja implementado um instrumento de melhora de preços no âmbito

---

<sup>1</sup> Doc. SEI 1160290.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

das operações realizadas no ambiente RLP, conforme descrito em maiores detalhes nos itens 24 a 42 do Memorando.

4. O primeiro fundamento da minha discordância consiste no fato de que não vislumbro hipótese legítima que justifique interferência regulatória prévia na definição de preços ou cotações no mercado de capitais. O ordenamento jurídico brasileiro, a meu ver, não comporta medidas dessa natureza.

5. Em complemento, o Memorando traz algumas ponderações relacionadas ao Princípio 35 do estudo “*Metodologia para Avaliar a Implementação dos Objectivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários*”, divulgado pela Organização Internacional das Comissões de Valores (“IOSCO”) em setembro de 2011, conforme versão revisada em agosto de 2013<sup>2</sup>. O título do referido princípio é “[a] regulação deve promover a transparência da negociação”.

6. O Princípio 35 tem como objetivo, nas exatas palavras da IOSCO, estabelecer e garantir a prioridade e preferência das ordens transparentes sobre aquelas lançadas em ambientes segregados de negociação (como as ofertas RLP). Prioridade e preferência são os elementos centrais da promoção da transparência nos mercados secundários. As questões-chave levantadas pela IOSCO deixam isso claro<sup>3</sup>.

7. Cabe a ressalva de que a IOSCO não sugere, em momento algum, que o referido objetivo seja perseguido mediante implementação de política regulatória de melhora ou balanceamento de preços.

---

<sup>2</sup> Acesso em 15.12.2020: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Portuguese.pdf>

<sup>3</sup> Nesses termos: “1. Garantir o acesso atempado a informações é fundamental para a regulação de negociações no mercado secundário. O acesso atempado a informações relevantes sobre negociações no mercado secundário permite aos participantes no mercado avaliarem as condições nas quais podem realizar negociações e a qualidade da respectiva execução, e, assim, zelar pelos seus próprios interesses, e também reduzir o potencial de práticas manipuladoras, ou outras práticas de negociação desleais. 2. Nos casos em que uma autoridade do mercado permite uma determinada derrogação do objectivo de transparência em tempo real, quer seja pré-negociação quer seja pós-negociação, as condições devem ser claramente definidas e a autoridade do mercado (sendo, ou o operador da bolsa ou o regulador ou ambos) deve ter acesso a todas as informações para ser capaz de avaliar a necessidade de derrogação e, se necessário, recomendar alternativas. 3. As ordens transparentes devem ter prioridade sobre as dark orders no mesmo preço e na mesma estrutura de negociação. 4. As informações sobre transacções concluídas devem ser fornecidas de forma equitativa a todos os participantes no mercado incluindo as transacções efectuadas em dark pools, ou em consequência de dark orders realizadas num mercado transparente. Os dark pools e os mercados transparentes que oferecem dark orders devem fornecer aos participantes no mercado informações suficientes para que sejam capazes de compreender a forma em que as suas ordens são processadas e executadas. 5. Os reguladores devem monitorizar periodicamente o desenvolvimento de dark pools e dark orders nas respectivas jurisdições para tentar garantir que esses acontecimentos não afectam negativamente a eficiência do processo de formação dos preços e tomar medidas adequadas, se necessário.” (grifos meus).



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A prioridade e preferência das ordens transparentes sobre aquelas realizadas sem visibilidade representam um bem jurídico razoável e pertinente. Mas, a tutela desse bem jurídico deve ser assegurada por mecanismos que não provoquem uma externalidade negativa tão grave, como, por exemplo, uma interferência indevida na integridade e eficiência do processo de livre formação dos preços.

8. Ademais, a prevalecer a sugestão o Memorando, estaremos, a partir de então, diante de questão verdadeiramente tormentosa. Isso porque o regulador do mercado de capitais brasileiro será chamado a se posicionar sobre o montante desse ajuste de preço. Teríamos que opinar sobre o que seria muito ou o que seria pouco; ou se deveríamos estabelecer alguma espécie de tabelamento, teto ou piso de referência.

9. Se seria adequado um *tick* em relação ao preço de mercado, como o faz a experiência canadense<sup>4</sup>, conhecida como *National Best Bid-Offer (NBBO)*. Ou se seria melhor adotar a solução australiana<sup>5</sup>, que não define um *tick* mínimo ou percentagem do *spread*, deixando a critério da corretora a execução, desde que se verifique a melhora do preço.

---

<sup>4</sup> Itens 6.6 e seguintes do *Universal Market Integrity Rules (UMIR)*, publicado pela agência reguladora local, *Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC)*. Acesso em 15.12.2020, no endereço eletrônico [https://www.iiroc.ca/industry/rulebook/Documents/UMIR\\_en.pdf](https://www.iiroc.ca/industry/rulebook/Documents/UMIR_en.pdf):

*“6.6 Provision of Price Improvement by a Dark Order (1) If a Participant or Access Person enters an order on a marketplace for the purchase or sale of a security that order may execute with a Dark Order provided the order entered by the Participant or Access Person is executed: (a) at a better price; (b) in the case of a purchase, at the best ask price if: (i) the order on entry to the marketplace is for more than 50 standard trading units or has a value of more than \$100,000, and (ii) on the execution of the trade with the Dark Order, no orders for the sale of the security included in the calculation of the best ask price are displayed on that marketplace at that best ask price; or (c) in the case of a sale, at the best bid price if: (i) the order on entry to the marketplace is for more than 50 standard trading units or has a value of more than \$100,000, and (ii) on the execution of the trade with the Dark Order, no orders for the purchase of the security included in the calculation of the best bid price are displayed on that marketplace at that best bid price. (2) Subsection (1) does not apply if the order entered by the Participant or Access Person is: (a) a Basis Order; (b) a Call Market Order; (c) a Closing Price Order; (d) a Market-on-Close Order; (e) an Opening Order; (f) a Volume-Weighted Average Price Order; or (g) for less than one standard trading unit.”*

<sup>5</sup> Itens 6.1.7, 6.2.3 e capítulo 5A do *“Market Integrity Rules Security Markets”*, editado pela agência reguladora local, *Australian Securities and Investments Commission (ASIC)*. Acesso em 15.12.2020, no endereço eletrônico <https://www.legislation.gov.au/Details/F2018C00334>:

*“6.1.7 Priority for Disclosed Orders and Partly Disclosed Orders  
An Operator must not permit a Hidden Order in a Relevant Product on an Order Book of its market to have Time Priority over a Disclosed Order or Partly Disclosed Order on the same Order Book, where the Disclosed Order or Partly Disclosed Order is an Order to buy or sell the same class of Relevant Products, at the same price, as the Hidden Order.”*



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

10. Trata-se de exercício, no meu entendimento, que não deveria ser realizado pelo regulador. Tanto é assim que as principais jurisdições estrangeiras que admitem há tempos os mais variados ambientes de internalização de ordens não utilizam mecanismo de balanceamento ou melhora de preços para a execução de negócios<sup>6</sup>. Limito-me aqui a fazer referência aos Estados Unidos<sup>7</sup> e União Europeia<sup>8</sup>.

11. Caminhando para o final, considero oportuno ressaltar que estamos aqui tratando de um período de testes, um programa experimental, que se beneficia do maior número possível de operações para fins de referência. Um dos principais objetivos consiste em reunir mais elementos e operações, para embasar a melhor decisão regulatória que tomaremos no futuro, em bases mais estáveis e perenes.

12. Ocorre que a implementação da proposta de melhora de preços no contexto das ofertas RLP, ao que tudo indica, produziria efeito diametralmente oposto ao pretendido. Seria menor a probabilidade de execução das ordens e, eventualmente, poderia se configurar um desincentivo à utilização do

---

(...)

*“6.2.3 Exception—Trades with Price Improvement*

*(1) In these Rules, a transaction is a Trade with Price Improvement where:*

*(a) the transaction is executed at a price per Relevant Product which is:*

*(i) higher than the Best Available Bid and lower than the Best Available Offer for the Relevant Product by one or more Price Steps; or*

*(ii) at the Best Mid-Point;*

*(b) if the transaction is entered into other than by matching of Orders on an Order Book, the Relevant Participant acts:*

*(i) on behalf of both buying and selling clients to that transaction; or*

*(ii) on behalf of a buying or selling client on one side of that transaction and as Principal on the other side; and*

*(c) the consideration for the transaction is greater than \$0.*

*(2) For the purposes of this Rule, the Best Mid-Point is not limited to standard Price Steps for the Relevant Product.”*

<sup>6</sup> Registro aqui agradecimento especial à equipe da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA da CVM, pelos insumos e pela ajuda fundamental no trabalho de pesquisa em direito comparado e regulação estrangeira.

<sup>7</sup> Normas locais de referência: *NMS Rules* 600, 605, 606, 611 e 612 (<https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>); *FINRA Rules* 5310, 6110, 6282, 6610 e 6682; *FINRA Rules Series* 6200, 6300A, 6300B, 7100, 7200A e 7200B. Existem outros estudos relacionados ao assunto (<https://www.sec.gov/spotlight/sec-cftcjointcommittee/021811-report.pdf>; e <https://www.sec.gov/files/TICK%20PILOT%20ASSESSMENT%20FINAL%20Aug%202.pdf>). Todos acessos em 15.12.2020.

<sup>8</sup> MiFID II (Diretiva EU 2014/65): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>; e MiFIR (Regulação EU n° 600/2014): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014R0600>. Todos acessos em 15.12.2020.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ambiente em um momento de testes, no qual se busca justamente uma amostragem mais ampla de exemplos.

13. Tomando como exemplo as duas únicas experiências estrangeiras mencionadas no Memorando, a literatura internacional indica que o volume de negócios sem transparência prévia **(i)** no Canadá sofreu uma queda da ordem de 40% após a reforma regulatória de 2012 que introduziu o mecanismo de melhora de preço<sup>9</sup>; e **(ii)** na Austrália jamais retornou aos patamares existentes antes da introdução dessa regra nas normas locais, ocorrida em 2013<sup>10</sup>.

14. Ante o exposto, **(i)** acompanho o Memorando com relação *(a)* à base de ativos escolhida para a nova rodada do programa; *(b)* ao pedido de utilização de estrutura similar à da conta transitória; e *(c)* ao prazo de 12 (doze) meses sugerido para a duração da extensão do programa; e **(ii)** discordo da proposta apresentada no Memorando no que diz respeito ao mecanismo de balanceamento ou melhora de preços das negociações realizadas no ambiente das ofertas RLP.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2020.

Alexandre Costa Rangel

Diretor

---

<sup>9</sup> Alguns estudos acadêmicos nessa linha: **(i)** “*Regulating Dark Trading: Order Flow Segmentation and Market Quality*”, de Carole Comerton-Forde, Katya Malinova, Andreas Park, divulgado em 19.10.2015 (<https://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=4F9E98B8A1464445AE08E7F998B59088&Language=en>); **(ii)** “*The Impact of the Dark Trading Rules*”, de Carole Comerton-Forde, Katya Malinova, Andreas Park. Divulgado em 19.02.2015 (<https://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=0BBCAC3E670E4B2AA297E7CC5F1C0B11&Language=en>); **(iii)** “*Dark Trading and Price Discovery*”, de Carole Comerton-Forde e Talis Putnins, divulgado em 01.10.2015 (<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X15001191>). Todos acessos em 15.12.2020.

<sup>10</sup> Avaliação realizada no âmbito do *Report 331*, “*Dark liquidity and highfrequency trading*”, de março de 2013, disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf>. Acesso em 15.12.2020.