

RELATÓRIO SOBRE OS RESULTADOS DA CONSULTA PÚBLICA, VIA OFÍCIO CIRCULAR 050/2018-VOP, DE 19/12/2018, REFERENTE A RETAIL LIQUIDITY PROVIDER (RLP) E NOVAS REGRAS PARA REGISTRO DE OFERTAS DIRETAS EM AMBIENTE DE BOLSA

09 DE ABRIL DE 2019

1. INTRODUÇÃO

Em 19/12/2018, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, por meio do Ofício Circular 050/2018-VOP, submeteu à consulta pública, para apreciação e comentários de seus participantes e demais interessados, proposta de alteração da regra atualmente em vigor para registro de ofertas diretas nos mercados de bolsa, com o objetivo de unificar as regras dos segmentos BM&F e Bovespa no PUMA Trading System e regular novo tipo de oferta, chamada de retail liquidity provider (RLP).

Inicialmente, a B3 gostaria de agradecer a todos os participantes de mercado – corretoras, investidores e associações de classe – que enviaram suas manifestações em relação à consulta pública. Os comentários recebidos possuem grande valor e, sem dúvida, contribuirão para a reflexão e o aperfeiçoamento das regras de mercado ora discutidas.

A consulta pública contou com o total de 30 manifestações, divididas da seguinte forma:

- 23 Participantes de Negociação Plenos da B3 (PNPs);
- 5 comitentes que atuam na B3 e desenvolvem operações de alta frequência (HFTs) em diversos mercados;
- Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (Ancord);
- FIA Principal Traders Group (FIA PTG), associação internacional de firmas que utilizam capital próprio para negociação em diversas bolsas ao redor do mundo.

As manifestações dos participantes que não solicitaram expressamente confidencialidade estão disponíveis no site www.b3.com.br, Regulação, Consulta Pública. As demais poderão ser acessadas exclusivamente pela B3, BSM e CVM.

A maior parte dos comentários foi relacionada à proposta de desenvolvimento do novo tipo de oferta RLP, conforme a tabela a seguir.

Tabela 1 – Posicionamento em relação à oferta RLP

	Posição favorável à adoção da oferta RLP	Posição favorável à adoção da oferta RLP condicionada a ajuste relevante nas regras	Posição contrária à adoção da oferta RLP	Posição inconclusiva
PNPs	17	3	2	1
Ancord	1			
Comitentes (HFTs)		1	4	
FIA PTG			1	
Total	18	4	7	1

Somente 5 participantes manifestaram-se, explicitamente, sobre a nova regra para registro de ofertas diretas, todos eles PNPs, expressando diferentes visões e sugestões sobre o tema.

As próximas seções do presente relatório são organizadas da seguinte forma:

- Seção 2 – Principais argumentos contrários à implantação da oferta RLP
- Seção 3 – Principais argumentos a favor da implantação da oferta RLP e sugestões para aprimoramento da regra
- Seção 4 – Comentários e sugestões relacionados à nova regra para registro de ofertas diretas
- Seção 5 – Conclusões da B3 e próximos passos

Diversos participantes apresentaram sugestões e/ou preocupações semelhantes em relação ao mesmo tema. Sendo assim, nas Seções 2, 3 e 4, para maior facilidade de leitura, a B3 procurou interpretar e agrupar as manifestações apresentadas de acordo com o tipo de tema.

2. PRINCIPAIS ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À IMPLANTAÇÃO DA OFERTA RLP

Maior risco de seleção adversa e seus impactos sobre a formação de preços

- 2.1** Participantes da consulta pública argumentaram que, na medida em que a corretora passaria a ter prioridade para negociação contra parcela de seu fluxo de varejo, haveria aumento do risco de seleção adversa sofrido pelos market makers (formadores de mercado) que atuam no livro.
- 2.2** Em geral, os investidores de varejo tendem a ser menos informados do que a média do mercado. Ou seja, normalmente, é menos arriscado negociar contra fluxo de ordens de varejo do que contra outros tipos de fluxo. Na medida em que a corretora passasse a ter prioridade para negociar contra parcela do fluxo de varejo, o fluxo que chegaria até o livro passaria a ser, na média, mais informado, ou seja, mais arriscado para os market makers.
- 2.3** O aumento do risco poderia fazer com que os market makers reduzissem os volumes negociados e/ou aumentassem os spreads, o que seria ruim para todos os investidores, inclusive os investidores de varejo que utilizassem a oferta RLP.

- 2.4 O cap de 15%, proposto pela B3 para limitar o volume total de cada contrato negociado por meio da oferta RLP, poderia não ser suficiente para a mitigação do risco de seleção adversa e de seus impactos sobre a liquidez e o nível de spreads do mercado.
- 2.5 A corretora poderia ter incentivos para gerar negócios de forma artificial (compras e vendas no mesmo preço), com o intuito de aumentar o volume total de negócios e, dessa forma, poder negociar mais contratos via RLP, manipulando o limite de 15% proposto pela B3. A receita com spreads poderia mais do que compensar o custo com emolumentos decorrentes dos negócios criados artificialmente.
- 2.6 Em virtude da regra de não preterição de ofertas de clientes presentes no 1º nível de preços do livro, a corretora poderia desincentivar o envio de ordens limitadas para o livro de ofertas. Por exemplo, poderia decidir cobrar mais pelo envio de ordens limitadas do que pelo envio de ordens agressoras. A diminuição de ordens limitadas no livro poderia causar redução da liquidez e aumento dos spreads.
- 2.7 A oferta RLP tenderia a gerar resultado financeiro positivo para os intermediários e perda de receita para os market makers que atuam no livro.
- 2.8 A oferta RLP poderia ser vista como um free riding das corretoras em relação aos preços formados pelos market makers no livro de ofertas.
- 2.9 As corretoras já ganham receita com corretagem, que é o incentivo que possuem para a prospecção de novos clientes e para o aumento da base de investidores.
- 2.10 Não é o trabalho de prospecção de novos clientes desenvolvido pelas corretoras que gerou o aumento dos volumes observados nos contratos WIN e WDO, mas sim o aumento do interesse do público de varejo por tais contratos.
- 2.11 A oferta RLP não vai gerar liquidez nova, vai apenas retirar do livro parcela da liquidez já existente.

Conflito de interesses

- 2.12 A oferta RLP tenderia a acentuar o problema do conflito de interesses da atuação da corretora em relação a seus clientes de varejo.
- 2.13 Como a corretora atuaria como contraparte das operações e ganharia o spread, teria incentivos para direcionar seus clientes para produtos que contam com a oferta RLP, mesmo que estes não fossem os mais adequados para tais clientes.
- 2.14 O conflito de interesses também estaria presente no desenvolvimento de algoritmos de negociação para os clientes. A corretora teria duplo papel, ou seja, desenvolveria o algoritmo utilizado pelo cliente e negociaria, via RLP, contra as ordens geradas pelo próprio algoritmo. Poderiam existir incentivos para o desenvolvimento de algoritmos menos eficientes ou até mesmo “viciados”.
- 2.15 No caso de fóruns on-line e de chats de negociação também haveria o duplo papel. No mesmo momento em que sugerisse pontos de entrada ou de saída do mercado, como é comum em tais ambientes, a corretora poderia negociar contra seus clientes por meio da oferta RLP.

2.16 A B3 deveria fazer uma análise dos clientes que realizam day trade nos minicontratos futuros de Ibovespa e de dólar. Deveria verificar por quanto tempo negociam, quais os resultados obtidos, se há migração para outros produtos ou se simplesmente abandonam o mercado depois de algum tempo.

Potencial melhora de preços para clientes

2.17 A oferta RLP exigiria melhora de preço para o cliente agressor sempre que o bid-ask spread fosse de pelo menos 2 tick sizes. Como na maior parte do tempo o bid-ask spread dos contratos WIN e WDO é de apenas 1 tick size, o benefício de preço para os clientes tenderia a ser limitado.

Outros comentários e sugestões

2.18 Em vez de desenvolver a oferta RLP, a B3 deveria criar um programa de rebates para corretoras de varejo, visando fomentar a prospecção de novos clientes, estabelecendo metas para as corretoras.

2.19 A venda do fluxo de ordens agressoras de varejo (payment for order flow) foi proibida pela Financial Conduct Authority (FCA) no Reino Unido, sob a alegação de que prejudica a transparência e o processo de formação de preços e de que resulta em resultados piores para os clientes¹.

2.20 Se a B3 decidir seguir adiante com a oferta RLP, deveria fazer um experimento controlado, ou seja, autorizar a oferta RLP para um dos minicontratos futuros (WIN ou WDO), proibir para outro e, depois de um ano, comparar os resultados.

¹ Diferentemente dos EUA, no Reino Unido não existe o conceito de NBBO (National Best Bid-Offer). Provavelmente por essa razão, a venda de fluxo de ordens de clientes de varejo é permitida no primeiro país, mas não no segundo.

3. PRINCIPAIS ARGUMENTOS A FAVOR DA IMPLANTAÇÃO DA OFERTA RLP E SUGESTÕES PARA APRIMORAMENTO DA REGRA

Círculo virtuoso com benefícios para todo o mercado

- 3.1.** O incentivo econômico proporcionado aos intermediários pela oferta RLP faria com que estes investissem mais na prospecção de novos clientes de varejo, ampliando a base de clientes e, por consequência, a liquidez dos mercados.
- 3.2.** A oferta RLP propiciaria aumento da liquidez do livro de ofertas devido ao efeito de transbordamento, ou seja, a combinação do aumento do fluxo de ordens de clientes de varejo com o limite de 15% (cap).
- 3.3.** A oferta RLP viabilizaria também a participação de corretoras com fluxos de varejo menores, as quais poderiam vender seus fluxos para agentes consolidadores.
- 3.4.** Não se trata apenas de teoria. A atuação da carteira proprietária da corretora contra o fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo é uma realidade em alguns dos maiores mercados do mundo e contribui para o fortalecimento da atividade de intermediação.

Abrangência da oferta RLP

- 3.5.** A B3 deveria permitir a oferta RLP para todos os produtos utilizados por clientes de varejo. A lógica que a levou a propor a oferta RLP para os minicontratos futuros de Ibovespa e de dólar é a mesma para os demais ativos e contratos negociados por clientes de varejo.
- 3.6.** O programa piloto proposto pela B3 deveria abranger, pelo menos, algumas ações mais líquidas do segmento Bovespa.
- 3.7.** A B3 deveria permitir a oferta RLP no minicontrato futuro de S&P 500.
- 3.8.** A B3 deveria divulgar um cronograma para a expansão da oferta RLP para outros segmentos de mercado.
- 3.9.** A oferta RLP deveria ser permitida para todo tipo de cliente, não somente para clientes de varejo. Nem toda pessoa física deve ser considerada cliente de varejo, e nem toda pessoa jurídica deve ser considerada cliente qualificado e experiente.

Processo de implantação da oferta RLP

- 3.10.** A B3 deveria estabelecer um período de tempo mínimo antes do início do funcionamento da oferta RLP, para que todas as corretoras tenham tempo de se preparar e de estabelecer os arranjos comerciais e contratuais com seus clientes, inclusive no caso de venda de fluxo.
- 3.11.** A B3 deveria manter discussões com vendedores visando o desenvolvimento de sistemas de suporte à RLP. Idealmente, diversos vendedores deveriam oferecer soluções para a oferta RLP, evitando a concentração em poucos fornecedores.
- 3.12.** A B3 deveria desenvolver uma estratégia de marketing para divulgação da oferta RLP.

Best execution

- 3.13.** A oferta RLP transferiria para o matching engine da B3 boa parte do dever de best execution dos intermediários, gerando maior segurança jurídica e menores riscos operacionais para os intermediários, e propiciando mais transparência de mercado quando comparado a modelos de internalização existentes em outros países.
- 3.14.** A oferta RLP não seria comparável aos dark pools existentes em outras jurisdições, pois esta seria processada no matching engine da B3, inexistindo latência adicional no OMS da corretora, e teria transparência na pós-negociação em tempo real no “times and trades”.
- 3.15.** Se o bid-ask spread fosse de 2 tick sizes, a oferta RLP deveria exigir melhora de preço somente de um lado da operação, ou seja, somente da compra ou da venda. Caso contrário, o ganho da corretora com a oferta RLP seria zero, e a corretora poderia decidir não oferecer RLP em tais situações. Não faria sentido o ganho da corretora ser de 1 tick size quando o spread estivesse fechado e zero quando fosse de 2 tick sizes.
- 3.16.** Deveriam ser criadas faixas de melhora de preço na oferta RLP quando o spread estivesse aberto. Quanto mais aberto fosse o spread, maior deveria ser a melhora de preço observada pelo cliente.

Venda do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo

- 3.17.** Somente corretoras e instituições financeiras pertencentes ao conglomerado econômico da corretora deveriam ser autorizadas a utilizar a oferta RLP. Os custos regulatórios, os riscos operacionais, o dever de suitability são todos das corretoras. Não parece adequado permitir que clientes institucionais utilizem a oferta RLP para a negociação contra o fluxo de ordens de varejo da corretora.
- 3.18.** Caso as regras venham a permitir a venda do fluxo de varejo originado pela corretora, essa venda deveria ser restrita a um único investidor ou uma única corretora, o qual seria autorizado a atuar como contraparte do fluxo.
- 3.19.** A B3 deveria evitar que as compras de fluxos de ordens de clientes de varejo fossem concentradas em um único ou em poucos participantes de mercado.

Regra de não preterição da oferta RLP

- 3.20.** Há corretoras que possuem fluxo de varejo e também fluxo de investidores de alta frequência (HFTs). Estes costumam ter presença praticamente constante no 1º nível de preços do livro de ofertas. Devido à regra de não preterição de clientes que se encontram no 1º nível de preços do livro, tais corretoras poderiam não conseguir explorar adequadamente a oferta RLP, ficando em injusta posição de desvantagem.
- 3.21.** Para lidar com essa questão, as instituições poderiam contar com duas corretoras dentro do mesmo grupo econômico, sendo uma para clientes de varejo e outra para HFTs. No entanto, tal solução seria extremamente ineficiente e cara, trazendo consequência não intencional da regra de não preterição da oferta RLP.
- 3.22.** A B3 deveria adaptar a regra de não preterição da oferta RLP. O controle de não preterição deveria ser feito com base em dois grupos distintos de clientes, ou seja, de um lado HFTs e demais clientes institucionais e, de outro, os clientes de varejo.

Apenas as ordens de clientes de varejo presentes no livro é que não poderiam ser preteridas pela oferta RLP.

- 3.23.** A B3 deveria limitar a quantidade de contratos fechados pela oferta RLP em cada negócio sempre que existir oferta de cliente da corretora no 1º nível de preços do livro de ofertas, para que o cliente possa melhorar sua posição na fila.

Condicionantes para utilização da oferta RLP

- 3.24.** As corretoras deveriam ser obrigadas a oferecer a oferta RLP para todos os clientes de varejo que demandassem o produto. As regras não deveriam permitir que a corretora selecionasse, de forma discricionária, os clientes de varejo para os quais desejasse oferecer a RLP, filtrando somente aqueles percebidos como menos eficientes.
- 3.25.** A B3 deveria exigir da corretora, usuária da oferta RLP, presença mínima em pregão, principalmente em momentos de maior volatilidade e/ou menor liquidez. A oferta de liquidez via RLP não deveria ocorrer somente nos momentos mais convenientes para a corretora.

Transparência

- 3.26.** A autorização para utilização da oferta RLP, por cada corretora, deveria ser condicionada à adesão a um conjunto de melhores práticas no que diz respeito à corretagem: (i) a política de cobrança de corretagem deveria ser transparente e de fácil compreensão pelos clientes de varejo; e (ii) a corretagem deveria ser condizente com os custos operacionais e os riscos incorridos pela corretora, de forma a propiciar o desenvolvimento do mercado de forma saudável.
- 3.27.** As regras deveriam prever a obrigação de a corretora informar aos clientes: (i) os negócios fechados via RLP; e (ii) a melhora de preço obtida via RLP.
- 3.28.** A regras deveriam prever a obrigação de a corretora informar em seu site: (i) o percentual de negócios realizados via RLP; (ii) o percentual de clientes atendidos; e (iii) o benefício econômico apurado para os clientes.

Limite máximo para utilização da oferta RLP (cap)

- 3.29.** O cap inicial da oferta RLP deveria ser de 10%, sendo gradativamente aumentado para 15% de acordo com os resultados obtidos.
- 3.30.** A regra deveria prever a suspensão temporária da oferta RLP para os participantes que violassem o limite estabelecido.
- 3.31.** O limite de 15% será atingido somente se (i) todas as corretoras oferecerem RLP; e (ii) todos os clientes de varejo aceitarem negociar via RLP. Como é pouco provável que as duas condições sejam sempre atendidas, a B3 deveria pensar em regras para o pleno aproveitamento do limite de 15%, evitando que parcela do limite permaneça ociosa.
- 3.32.** A B3 deveria divulgar, em tempo real, o consumo do limite de 15% da oferta RLP, tendo em vista que o esgotamento do limite poderia trazer impactos ao mercado em termos de liquidez e volatilidade.
- 3.33.** A B3 deveria divulgar e debater com o mercado a metodologia para fixação do cap.

Processo de formação de preços

- 3.34.** A B3 deveria monitorar os efeitos da oferta RLP sobre qualidade e a liquidez do livro de ofertas, divulgando relatório periódico sobre o tema. Se necessário, a B3 deveria promover ajuste no valor do cap.

Emolumentos da B3

- 3.35.** Como forma de estimular o desenvolvimento do segmento de varejo, a B3 deveria conceder desconto nos emolumentos cobrados da carteira própria da corretora quando da negociação por meio da oferta RLP.

Outras questões apresentadas

- 3.36.** O mecanismo de opt-in deveria ser simplificado. Deveria ser na ficha cadastral do cliente ou, simplesmente, não existir, existindo somente o opt-out.
- 3.37.** A BSM deveria realizar auditorias periódicas nos sistemas de gerenciamento de ordens das corretoras (OMS) de forma a garantir a inexistência de mecanismo de represamento artificial de ordens.

4. COMENTÁRIOS E SUGESTÕES RELACIONADOS À NOVA REGRA PARA REGISTRO DE OFERTAS DIRETAS

- 4.1.** As regras das negócios diretos dos segmentos BM&F e Bovespa deveriam ser unificadas, visando a simplificação de processos e a mitigação de riscos operacionais.
- 4.2.** A nova regra dos diretos prevê quatro casos especiais: (i) ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez no 1º nível de preços; (ii) ordens geradas por algoritmos do tipo TWAP e VWAP; (iii) ordens relacionadas a operações estruturadas; e (iv) ordens destinadas à correção de erros operacionais. A B3 deveria incluir mais um caso especial nas regras, ou seja, o registro de negócio direto envolvendo operações simétricas de compra e venda de fundos com o mesmo gestor.
- 4.3.** A B3 deveria apresentar uma lista não exaustiva de operações que poderiam ser consideradas como “operações estruturadas”.
- 4.4.** A B3 deveria apresentar o critério a ser utilizado para a definição de “ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez no 1º nível de preços”. Esse critério poderia ser, por exemplo, a liquidez média do ativo ou contrato no 1º nível de preços. Na hipótese de a liquidez do livro ser inferior ao parâmetro em dado momento, a regra deveria permitir o registro de negócio direto pela corretora.
- 4.5.** A B3 deveria explicar como deverão ser desenvolvidos os controles das ofertas diretas.
- 4.6.** Para facilitar os processos operacionais, a B3 deveria ter um único limite mínimo para o registro de ofertas diretas, independentemente do tipo de ativo. Inicialmente, esse limite mínimo deveria ser pequeno e, com o tempo e a maturidade do mercado, poderia ser gradualmente aumentado.

5. CONCLUSÕES DA B3 E PRÓXIMOS PASSOS

O entendimento da B3 é de que o processo de consulta pública produziu resultados relevantes e que estes contribuirão para a reflexão e o aperfeiçoamento das regras de mercado ora discutidas.

A principal crítica feita a oferta RLP veio de investidores com perfil de atuação em alta frequência. Parte desses investidores atua em diversas bolsas do mundo, tendo grande experiência com diferentes tipos de produtos e de marcos regulatórios.

As críticas de tais investidores à oferta RLP concentraram-se em dois aspectos principais (todos abordados na Seção 2 do presente documento):

- maior risco de seleção adversa, podendo levar à redução da liquidez e ao aumento dos spreads;
- potencialização de conflito de interesses em virtude da atuação da carteira própria do intermediário como contraparte do fluxo de ordens de seus clientes de varejo.

5.1 Maior risco de seleção adversa

Do ponto de vista teórico, a B3 concorda com o argumento de que o aumento do risco de seleção adversa pode causar redução da liquidez e aumento de spreads, por razões bem documentadas na literatura de finanças.

Por outro lado, a B3 igualmente acredita que o crescimento da base de investidores de varejo é também resultado dos investimentos realizados pelos intermediários e vendedores para a atração de novos clientes, os quais incluem, por exemplo, o aperfeiçoamento dos sistemas de home broker, de simuladores de negociação, de plataformas de educação financeira, de campanhas de marketing etc. A B3 também entende que, quanto maior e mais previsível for a remuneração da atividade de intermediação, maiores serão os incentivos das corretoras para continuar investindo na prospecção de novos clientes e no desenvolvimento do mercado.

Visando mitigar eventuais riscos para o processo de formação de preços, a proposta de desenvolvimento da oferta RLP conta com um cap de 15%, ou seja, no máximo 15% do volume total de cada contrato poderia ser negociado via RLP e, no mínimo, 85% deveria ser negociado no livro de ofertas.

Há duas visões distintas que podem ser consideradas. A primeira é que os market makers que atuam no livro sofreriam perda, pois poderiam atuar contra 85% do fluxo total do contrato, sendo que, originalmente, atuariam contra 100%. Além disso, o fluxo que permaneceria no livro seria, na média, mais informado do que o fluxo original, com consequente aumento de risco.

Segundo a proposta da B3, a introdução da oferta RLP viria acompanhada da proibição do registro de ofertas diretas envolvendo ordens de clientes de varejo². Dessa forma, o resultado esperado seria a migração de tais diretos para a oferta RLP, com o consumo total ou parcial do limite de 15%, resultando em impacto nulo ou muito pequeno sobre o livro de ofertas e os market-makers.

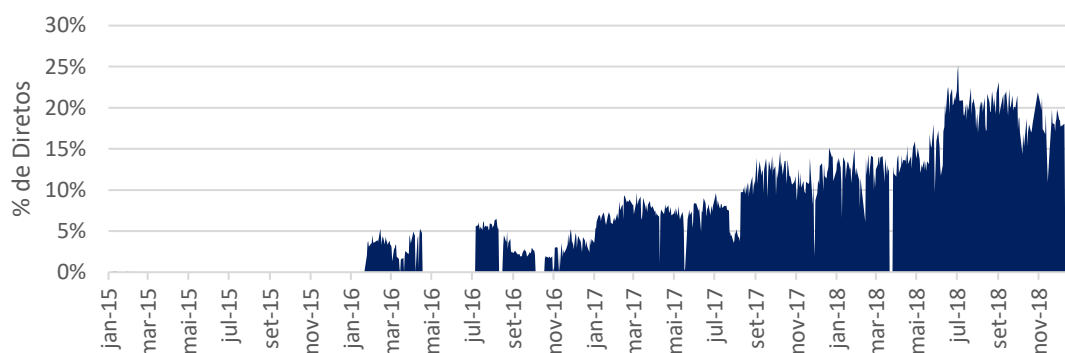
² A nova regra dos diretos não permite o registro de negócios com tamanhos relativamente pequenos e que não sejam (i) parte de estratégias de TWAP ou VWAP; (ii) parte de operações estruturadas; ou (iii) correção de erros operacionais.

Na realidade, já se observa a existência de negociação entre a carteira proprietária da corretora e clientes de varejo por meio do uso do registro de ofertas diretas. Dessa forma, os market makers que atuam no livro já não operam contra a totalidade do fluxo dos contratos, mas apenas parte dele. Atualmente, há expressivo volume de ofertas diretas envolvendo a carteira própria da corretora e as ordens de clientes de varejo.

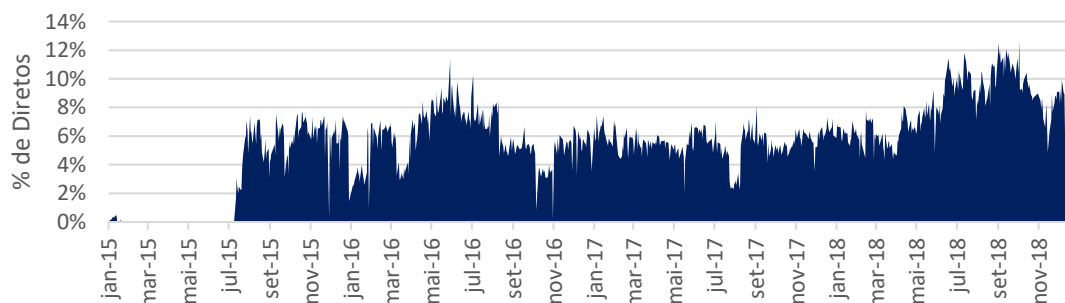
A segunda visão possível é que, observados os deveres de suitability, o incentivo financeiro a ser dado aos intermediários impulsionaria o crescimento da base de clientes de varejo. Mesmo que a oferta RLP, inicialmente, causasse diminuição de 15% no fluxo de ordens direcionadas ao livro (o que, como vimos, não é o caso), o resultado final não seria, necessariamente, negativo. Se o novo incentivo dado aos intermediários gerasse crescimento de 17,65% no fluxo de ordens, o fluxo total destinado ao livro se manteria constante ($85\% \times 17,65\% = 15\%$). E se esse crescimento fosse superior a 17,65%, o fluxo destinado ao livro aumentaria, situação na qual tanto os market makers como também os intermediários ganhariam.

O gráfico a seguir mostra a participação relativa das ofertas diretas (em geral relacionados à carteira própria da corretora e a ordens de clientes de varejo) no volume total negociado dos minicontratos futuros de Ibovespa (WIN) e de dólar (WDO).

% de Diretos em relação ao volume total de WIN (excluindo do numerador e do denominador o volume da carteira própria da corretora)



% de Diretos em relação ao volume total de WDO (excluindo do numerador e do denominador o volume da carteira própria da corretora)



Entre 2014 e 2018, a taxa anual média (CAGR) de crescimento dos contratos WIN e WDO foi de 70,78% e 157,36%, respectivamente. A tabela a seguir compara as taxas de crescimento dos contratos WIN e WDO com outros contratos e ativos que também são negociados por clientes de varejo.

Tabela 2 – Taxa de crescimento do número de contratos ou volume negociado

Produto	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
WIN	42,20%	29,16%	66,14%	95,24%	143,81%	70,78%
WDO	191,49%	453,11%	137,87%	60,92%	82,95%	157,36%
FUT IBV	11,18%	-12,10%	5,58%	0,86%	23,48%	5,14%
FUT DOL	26,67%	-5,56%	-11,62%	2,09%	22,07%	5,67%
FUT DI	-27,92%	8,90%	-3,46%	18,68%	5,31%	-1,08%
ITAÚ PN	28,53%	15,04%	-8,94%	-1,65%	51,44%	14,93%
VALE ON	-38,33%	-13,44%	21,59%	21,93%	77,62%	7,05%
BRDESCO PN	18,81%	-2,20%	11,10%	-0,22%	46,72%	13,57%
AMBEV ON	27,84%	16,80%	12,66%	0,26%	28,11%	16,66%
PETROBRÁS PN	42,41%	-31,25%	16,70%	-8,76%	155,23%	21,62%
AÇÕES IBOV	4,32%	-4,90%	6,77%	10,63%	65,51%	14,17%
ETF IBOV	3,18%	36,67%	28,22%	4,00%	89,50%	28,94%

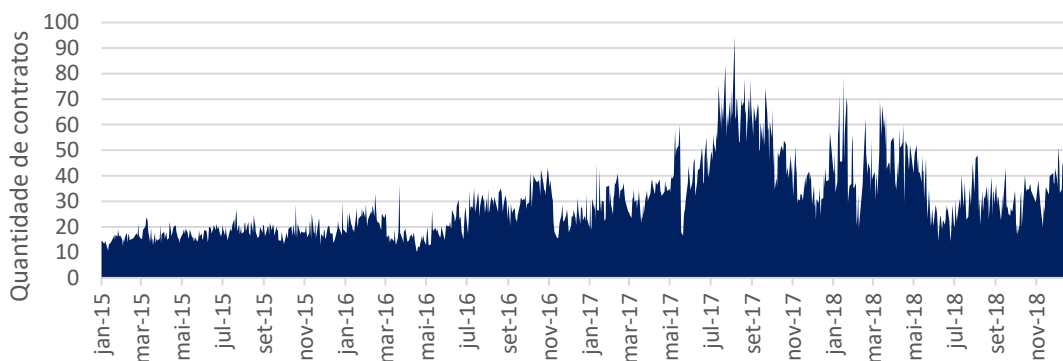
Assim como o volume, o crescimento da base de clientes negociando WIN e WDO também foi surpreendente, conforme a tabela a seguir.

Tabela 3 – Taxa de crescimento da base de investidores que negociaram o contrato

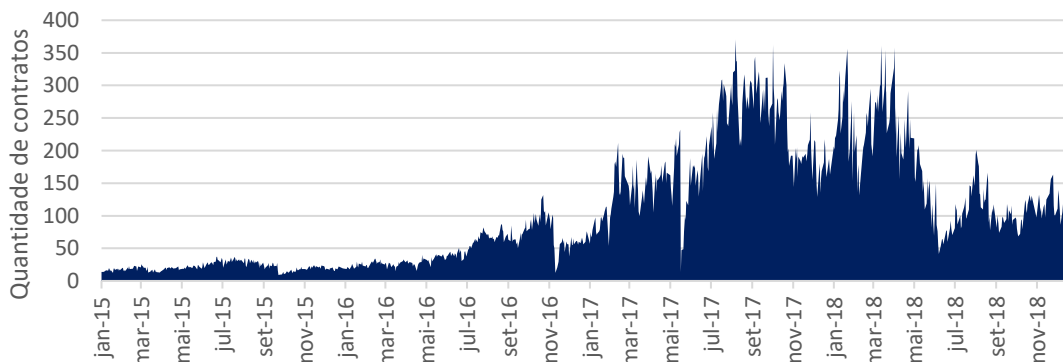
Produto	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
WIN	22,99%	31,30%	53,32%	55,15%	87,92%	48,49%
WDO	103,92%	299,67%	102,69%	38,83%	71,37%	108,39%
FUT IBV	-8,41%	-14,81%	2,34%	5,58%	13,97%	-0,80%
FUT DOL	11,39%	9,44%	-0,70%	9,03%	22,00%	10,00%
FUT DI	-0,34%	-1,21%	-1,49%	-1,01%	5,55%	0,27%
ITAÚ PN	33,00%	23,87%	-4,14%	-5,94%	28,34%	13,77%
VALE ON	-11,44%	10,04%	17,97%	-20,50%	28,86%	3,32%
BRDESCO PN	-3,19%	33,90%	1,93%	-15,56%	44,93%	10,09%
AMBEV ON	58,66%	-30,64%	6,48%	-4,90%	51,33%	11,02%
PETROBRÁS PN	51,41%	13,78%	17,23%	-21,17%	81,47%	23,64%
AÇÕES IBOV	-18,20%	3,81%	36,10%	20,58%	17,03%	10,28%
ETF IBOV	-4,38%	-8,04%	11,33%	8,56%	184,38%	24,76%

Apesar da expressiva participação das ofertas diretas no volume total negociado, observou-se, com exceção de determinados períodos marcados por volatilidade anormal³, melhora da qualidade dos mercados de WIN e WDO nos últimos anos, ou seja, aumento da liquidez média no primeiro nível de preços e redução dos spreads médios, conforme os gráficos a seguir.

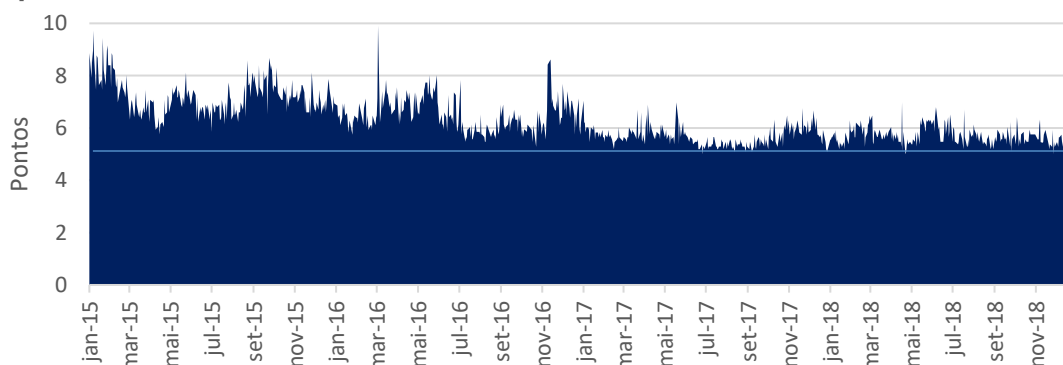
Liquidez do 1º nível de preços de WIN



Liquidez do 1º nível de preços de WDO

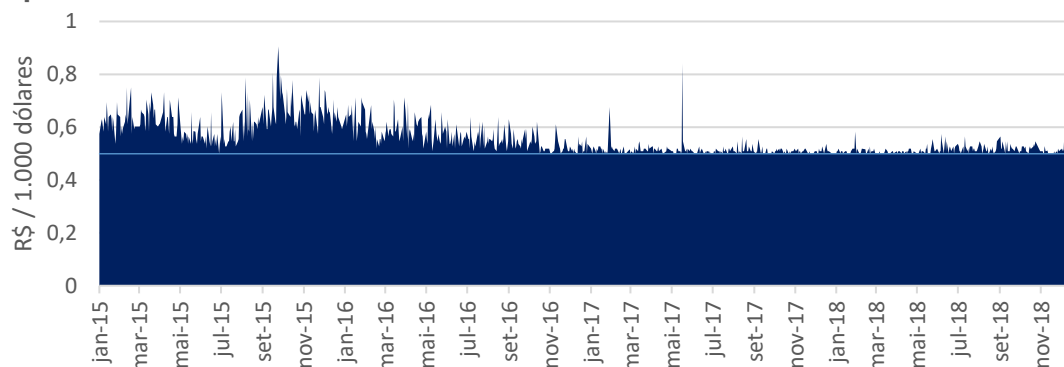


Spread médio de WIN



³ Por exemplo, a greve dos caminhoneiros, em junho de 2018.

Spread médio de WDO



Nos últimos anos, considerando-se as mais diversas métricas (crescimento do volume, aumento da base de investidores, liquidez média no 1º nível de preços, spread médio) os mercados de WIN e WDO foram os maiores casos de sucesso observados na B3.

A pura e simples proibição do registro de ofertas diretas envolvendo ordens de clientes de varejo não parece ser a solução mais adequada para esses mercados. Em vez disso, a B3 propôs a proibição de tais diretos e, concomitantemente, a introdução da oferta RLP, com cap de 15%.

A oferta RLP apresenta as seguintes vantagens em relação aos diretos:

- concentração de toda a lógica de fechamento de negócios no matching engine da B3, com eliminação da latência e da complexidade do OMS das corretoras;
- garantia de obtenção de preço igual ou melhor para os clientes (best execution);
- garantia de não preterição de ordens de clientes da corretora presentes no 1º nível de preços do livro de ofertas (mitigação de conflito de interesses);
- democratização do acesso ao produto por todas as corretoras, em virtude do desenvolvimento da tecnologia pela própria B3;
- possibilidade de venda de fluxo para terceiros, viabilizando a participação de corretoras com fluxos de varejo menores;
- maior simplicidade dos processos de supervisão da BSM e da CVM, em virtude da maior simplicidade do OMS das corretoras;
- cap global de 15%, inexistente no caso das ofertas diretas, garantindo o bom funcionamento do processo de formação de preços.

5.2 Conflito de interesses

A B3 considera relevantes as manifestações recebidas durante a consulta pública sobre o risco de potencialização dos conflitos de interesse em virtude da introdução da oferta RLP.

Potenciais conflitos de interesse manifestam-se em praticamente todas as áreas de atuação das corretoras, assim como no caso da venda de produtos financeiros por gerentes ligados à rede bancária, e são inerentes a essas atividades.

O importante é garantir, por meio de ferramentas adequadas, que haja informação sobre a atuação das corretoras e que sejam evitados distorções e excessos, nos termos do disposto nas Instruções CVM 505 e 539.

O entendimento da B3 é de que as ferramentas adequadas para lidar com a questão de conflitos de interesse são (i) educação e orientação dos investidores; (ii) transparência sobre os produtos financeiros ofertados; (iii) regras de suitability adequadas; e (iv) auditorias periódicas da BSM.

Cabe ao intermediário esse papel educacional. A B3 criará um programa de incentivo para os intermediários desenvolverem iniciativas educacionais focadas nesse público.

Para garantir a transparência, a corretora deverá publicar mensalmente em seu site, no mínimo, as seguintes informações:

- i. volume negociado pelo intermediário utilizando a oferta RLP;
- ii. produtos em relação aos quais a corretora permite a oferta RLP, seja negociação contra carteira própria ou por venda de fluxo;
- iii. percentual de clientes atendidos pela oferta RLP;
- iv. quantidade de clientes que tiveram algum tipo de benefício com a oferta RLP;
- v. quantidade de contratos e ofertas de cliente de varejo executadas contra a oferta RLP;
- vi. quantidade de ofertas melhoradas; e
- vii. quantidade de contratos melhorados.

Para contribuir com a transparência, a B3 publicará em seu site métricas de risco associadas a operações regulares e de day trade, incluindo, entre outros, a probabilidade de perda em operações de day trade envolvendo minicontratos. A página da corretora que divulgar as informações indicadas acima e o mecanismo utilizado pela corretora para o opt-in deverá ter link direcionado para o site da B3 que contiver esse conteúdo.

A B3 também entende que a BSM deveria dedicar especial atenção à supervisão dos algoritmos de negociação oferecidos pelas corretoras aos clientes de varejo, em especial quando as ordens geradas por tais algoritmos tiverem como contraparte a carteira própria da corretora via RLP.

Da mesma forma, a BSM deveria supervisionar o OMS das corretoras de forma a garantir a inexistência de mecanismos artificiais de represamento de ordens.

5.3 Sugestões de aperfeiçoamento da oferta RLP e das novas regras para registro de ofertas diretas

As corretoras, em sua maior parte, e a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (Ancord), mostraram-se amplamente favorável à implantação da oferta RLP e das novas regras para registro de ofertas diretas. Tais corretoras e a Ancord, no entanto, também apresentaram diversas sugestões para aperfeiçoamento das regras propostas.

Após análise dos temas apresentados, a B3 decidiu incorporar diversas sugestões recebidas à versão final das regras a serem submetidas à CVM.

A seguir são apresentadas as principais considerações da B3 em relação às sugestões de aperfeiçoamento da oferta RLP e das novas regras para registro de ofertas diretas.

Abrangência da oferta RLP

A B3 concorda que a lógica de propor a oferta RLP para os contratos WIN e WDO também se aplicaria a outros produtos negociados por clientes de varejo. Nesse sentido, a oferta RLP poderia ser estendida para a negociação de ações, futuro de ações, ETFs, BDRs, minicontrato futuro de S&P 500, por exemplo.

No entanto, a B3 entende ser mais prudente testar o funcionamento e os impactos da oferta RLP sobre o mercado começando com uma lista menor de produtos. Além disso, WIN e WDO são os únicos contratos negociados que, atualmente, contam com expressivo volume de diretos envolvendo a carteira própria da corretora e as ordens de clientes de varejo.

Trata-se de um programa piloto e, na visão da B3, um período de 12 meses deveria ser suficiente para a avaliação dos impactos da oferta RLP sobre as corretoras, os clientes e a qualidade do livro de ofertas.

Best execution

Apesar das manifestações recebidas, a B3 entende que durante a fase inicial do programa, nas situações em que o spread estiver aberto, deve ocorrer sempre melhora de preço para os clientes. A B3 se compromete a avaliar as sugestões recebidas e eventualmente discutir com a CVM e a BSM oportunidades de aperfeiçoamento para novas fases do programa.

Venda do fluxo ordens de clientes de varejo para terceiros

Diferentemente do que foi sugerido por algumas corretoras, a B3 entende que a venda do fluxo de ordens para terceiros não deveria ser proibida, por diferentes razões.

Em primeiro lugar, porque não haveria risco de descumprimento dos princípios de best execution, tendo em vista que a oferta RLP garantiria, por construção, a obtenção de um preço igual ou melhor para os clientes.

Em segundo lugar, porque a atuação da carteira própria da corretora como contraparte dos clientes de varejo por meio da oferta RLP poderia expô-la a riscos de mercado. Em determinadas situações, poderia ser mais eficiente a venda do fluxo de ordens para um terceiro que possuísse mais escala, capital e/ou know-how.

A B3 também entende que a possibilidade de venda do fluxo de ordens seria especialmente importante para corretoras de fluxos de varejo menores, as quais poderiam não possuir fluxo suficientemente constante e simétrico, que seriam condições necessárias para o bom funcionamento da oferta RLP da ótica dos intermediários.

Regra de não preterição da oferta RLP

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.

Condições para utilização da oferta RLP

A B3 entende que as corretoras que optarem por usar a oferta RLP devem ser obrigadas a oferecê-la para todos os seus clientes de varejo (pessoas físicas) que demandem o produto, não podendo a corretora filtrar ou selecionar clientes de forma discricionária.

Adicionalmente, a B3 entende que a corretora deveria indicar, por meio de relatórios periódicos fornecidos aos clientes, o percentual do tempo de pregão em que ofereceu liquidez por meio da oferta RLP.

Controle do limite da oferta RLP (cap)

A B3 entende que as corretoras que, em determinado mês, excederem o limite máximo de contratos negociados via RLP deverão ficar sujeitas, no mês imediatamente subsequente, a limite ajustado para compensar o excesso. Caso o excesso seja maior do que o limite, a compensação deve acontecer nos meses seguintes, até que o excesso total seja compensado, o que pode implicar a impossibilidade de oferecimento da oferta RLP por um ou mais meses.

Emolumentos cobrados pela B3

Ao utilizar a oferta RLP, a carteira própria da corretora possuiria expressiva quantidade de operações de day trade. Dessa forma, a carteira própria da corretora poderia ser classificada dentro de uma das políticas de desconto da B3. A depender do produto e dos volumes negociados, tais descontos poderiam variar entre 29% e 92%.

O mesmo valeria para a conta de cliente autorizado pela corretora a utilizar a oferta RLP.

Opt-in e opt-out

Apesar de entender que, na oferta RLP, por construção, os clientes de varejo sempre obteriam preço igual ou melhor do que o do livro, a B3 considera que a exigência de opt-in é necessária para maior transparência em relação às características do produto.

Nova regra para registro de ofertas diretas

Quanto aos casos especiais previstos na nova regra para registro de diretos, a B3 não considerou as “operações simétricas de compra e venda de fundos com o mesmo gestor”, pois a maior parte dessas operações deveria observar o critério de “ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do livro no 1º nível de preços”.

Seguindo sugestão apresentada, a B3 apresentará uma lista não exaustiva de operações que poderiam ser consideradas como “operações estruturadas”.

A B3 também explicará o critério a ser utilizado para a definição de “ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez no 1º nível de preços” e entende que, na hipótese de a liquidez do livro ser inferior ao parâmetro em dado momento, a corretora que possuir os dois lados das operações deverá realizar um direto não intencional.

Rebate como forma alternativa de incentivo ao mercado a oferta RLP

A B3 avaliou o rebate de emolumentos como forma alternativa à RLP. A visão da B3 é de que a oferta RLP pode criar fonte adicional de receita para as corretoras com impactos positivos na liquidez do mercado, dado o cap, o que acaba beneficiando todos os clientes. O benefício a ser obtido pelas corretoras por meio da oferta RLP, pelas métricas analisadas, pode ser superior a eventual rebate de emolumentos.

Cabe destacar que, no entendimento da B3, o rebate não resolve eventuais preocupações associadas a conflito de interesses. Como mencionado anteriormente, a mitigação desse risco é feita, no caso da oferta RLP, por meio de (i) avaliação de suitability; (ii) transparência das características e riscos desse produto; (iii) educação do investidor; e (iv) atuação da BSM.

5.4 Próximos passos

Tendo concluído de maneira satisfatória o processo de consulta pública, a B3 promoverá os necessários ajustes referentes às regras da oferta RLP e do registro de ofertas diretas e, em seguida, enviará para aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do disposto na Instrução CVM 461, de 23/10/2007.