

Belo Horizonte, 01 de fevereiro de 2019

À B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
Vice-Presidência de Operações, Clearing e Depositária
Diretoria de Negociação Eletrônica (DNE)
Rua XV de Novembro, 275, Centro
CEP 01010-901 São Paulo - SP

Assunto: **Manifestação no âmbito da Consulta Pública sobre Alteração da Regra para Registro de Ofertas Diretas em Ambiente de Bolsa, apresentada através do Ofício Circular 050/2018-VOP, de 19 de dezembro de 2018**

Prezados Senhores,

Em conformidade com o estabelecido no item 5 do Ofício Circular 050/2018-VOP, de 19 de dezembro de 2018, (“Ofício Circular 50/2018”) oferecemos nossos comentários e sugestões às modificações propostas pela B3.

Colocamo-nos à disposição,

Atenciosamente,

Toro CTVM Ltda.

Márcio Placedino Bicalho Martins – Diretor



Prezados Senhores,

A consulta pública introduzida pelo Ofício Circular 50/2018 traz proposições da B3 quanto à alteração da regra referente ao registro de negócios diretos em seus ambientes de negociação e propõe a criação de um novo tipo de oferta denominado Retail Liquidity Provider (“RLP”). Após apresentar o contexto atual de mercado, revisar as regras em vigor e cotejar benefícios e malefícios da prática de internalização de ordens, a B3 propõe diretrizes de um novo regramento à questão e solicita aos interessados que enviem as manifestações que entenderem pertinentes. Nesse sentido, apresentamos nossas considerações à proposta.

Para maior organização, separamos nossas manifestações em tópicos, a seguir abordados:

I – Considerações iniciais sobre a proposta

Antes de encaminhar seus comentários e sugestões relativamente ao Ofício Circular 50/2018, a Toro destaca que a iniciativa promovida pela B3 é, a nosso sentir, extremamente saudável e profícua para o mercado de distribuição e intermediação de títulos e valores mobiliários. A par de revelar uma postura de vanguarda por parte da B3 que contribui para manutenção de um papel relevante do mercado brasileiro no cenário internacional, acreditamos que as alterações propostas pela B3 permitirão:

- a) **Expansão saudável da concorrência:** as alterações propostas democratizam o acesso dos Participantes à internalização de ordens, favorecendo o aproveitamento dos benefícios econômicos da prática por instituições de portes menores do que aqueles nos quais anteriormente era economicamente viável internalizar ofertas. Nesse sentido, a atuação da B3 se mostra consentânea às melhores práticas concorrenciais e revela-se coerente à chamada “Agenda BC+” através da qual o Banco Central do Brasil objetiva, dentre outras metas, promover a desconcentração no Sistema Financeiro Nacional.
- b) **Aumento da liquidez:** há evidência teórica e empírica que a prática da internalização de ordens, com limites e regulação apropriada, contribui para aumento da liquidez do mercado, sem prejuízo aos investidores.
- c) **Expansão da base de investidores do mercado:** a associação de maior liquidez, menores custos transacionais e tarifas de prestação de serviços e o incentivo econômico de promoção de fluxo de ordens por parte dos Participantes têm, em



conjunto, poder de desempenhar relevante papel na expansão da base de investidores do mercado.

- d) **Redução do risco regulatório e aumento da transparência:** o modelo proposto pela B3 transmite parte relevante das obrigações atinentes ao dever de melhor execução para a bolsa. Tal modelo, confere maior segurança jurídica aos intermediários para adoção da prática de internalização e, em paralelo, promove maior transparência quanto às práticas adotadas pelos Participantes; e
- e) **Redução do risco operacional:** as responsabilidades assumidas pela B3 no modelo apresentado no Ofício Circular 50/2018 contribuem para redução do risco operacional associado à internalização de ordens, favorecendo a adoção prudente de tal prática.

II – Sobre o limite do volume de RLP agregado por instrumento

Conforme disposto no item 3 do Ofício Circular 50/2018, a B3, a partir de estudos internacionais e de estatísticas atualmente verificadas no mercado brasileiro, sugere a introdução de um limite ao volume de RLP agregado por instrumento, denominado genericamente de “Y” ou “Y%”. Esse limite representaria a parcela do volume total de um determinado instrumento cuja negociação poderia ocorrer através de oferta RLP.

Para implementação do limite “Y”, a B3 propõe a criação de uma limitação por Participante nos seguintes termos: *“cada corretora 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.”*

Tendo em vista que, na forma proposta no Ofício Circular 50/2018, somente ordens de varejo podem ser submetidas à RLP constata-se que o volume de RLP agregado por instrumento somente alcançará o limite proposto “Y” se, e somente se:

- Todos os Participantes optarem por oferecer a oferta RLP;
- Todos os Participantes submeterem à oferta RLP o volume máximo que a regulação lhes facultar; e
- Todos os clientes de varejo autorizem a facilitação de suas ofertas.

Tal situação indica que, embora matematicamente alcançável, o limite “Y” dificilmente será atingido. A nosso ver, o não atingimento de referido limite não implica, por si só, em prejuízo decorrente da proposta realizada pela B3.



Entretanto, o fato de a B3 ter feito constar na minuta o percentual específico de 15% como limite Y exemplificativo e de percentual similar ser sugerido pelo estudo “Dark pools, internalization and equity market quality” do CFA Institute e observado no mercado brasileiro de minicontratos futuros de dólar (WDO) e Ibovespa (WIN), sugere que o limite Y efetivamente imposto pela nova regulação pode gravitar nesta ordem de grandeza. Nesse contexto, nos parece oportuno trazer a presente consideração.

Se o limite “Y” efetivamente definido pela B3 for igual ou próximo ao percentual alvo de volume de RLP face ao total do volume de um dado instrumento (“Limite Y ‘ideal’”), entendemos que há razoável chance de que o percentual de volume RLP observado na prática seja substancialmente inferior ao Limite “Y” Ideal. Tal ilação decorre da pressuposição que:

- a) Nem todo Participante oferecerá ofertas RLP a seus clientes;
- b) Nem todos os clientes aceitarão que suas ordens sejam internalizadas¹; e
- c) Diante da possibilidade sanções decorrentes da extrapolação do limite individual atribuído a cada Participante, políticas de controles internos provavelmente estabelecerão controles preventivos aplicáveis à espécie.

Nesse cenário, é possível que os aspectos positivos introduzidos pela nova normatização do assunto sejam substancialmente mitigados ou, em certos casos, até mesmo eliminados.

Com efeito, a Toro sugere à B3 que, alternativamente:

- a) ***Crie a limitação proposta adotando um percentual inicial de limite “Y” razoavelmente maior do que aquele entendido como Limite “Y” ideal; ou***
- b) ***Crie mecanismos na definição do limite individual atribuível a cada Participante que levem em consideração o volume de ordens roteados por Participantes que não adotam a oferta RLP, permitindo, eficientemente, a transferência dos limites originalmente destinados a esses para aqueles.***

III – Sobre a abrangência da oferta RLP

A B3 propõe que inicialmente a oferta RLP seja utilizada exclusivamente nos casos de minicontratos futuros de dólar (WDO) e Ibovespa (WIN). Da redação dada pelo Ofício Circular 50/2018 ao tema, “*a princípio, a RLP poderia ser utilizada exclusivamente nos casos*

¹ O Ofício Circular 50/2018 prevê a obrigatoriedade de oferta de mecanismos de opt-in e opt-out aos clientes de um Participante.



dos minicontratos futuros de dólar (WDO) e Ibovespa (WIN). Futuramente, mediante avaliação dos resultados da nova funcionalidade, a lista dos produtos autorizados poderia ser reavaliada pela B3, depreende-se a intenção de expandir a funcionalidade em momento oportuno.

A Toro entende que a introdução gradual da oferta RLP é medida eficaz de redução do *time-to-market* da inovação, contribui para mitigação de riscos e revela-se um adequado programa piloto. Entretanto, diante dos benefícios decorrentes da introdução da oferta RLP, evidenciados pela experiência internacional e pela observação do caso concreto brasileiro, a Toro entende ser salutar adotar cronograma indicativo da expansão da abrangência da iniciativa.

A exemplo do que foi observado nos indicadores de volume e de número de clientes nos mercados de minicontratos, a Toro acredita que as melhorias propiciadas pela oferta RPL podem catalisar a atração de pessoas físicas para o investimento em ações. A nosso sentir, esse resultado alinha a iniciativa da B3 às missões de estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários, de promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e de estimular as aplicações em ações. Nesse sentido, entendemos que referida expansão da abrangência do novo modelo de ordem direta tem conexão direta com os objetivos do mercado de capitais preconizados pelo Art. 4º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, notadamente, com aqueles estabelecidos por seus incisos I, II, III, V, VI e VII.

Diante destas ponderações, a Toro sugere à B3 que:

Avalie a pertinência de expandir o rol de ativos nos quais pode ser utilizada a oferta RPL e proponha cronograma indicativo de referida expansão no intuito de potencializar seus efeitos diante da maior capacidade de preparação dos Participantes para referida alteração.

IV – Sobre os benefícios econômicos advindos da proposta e sua repartição

É sabido que a internalização de ordens, em apertada síntese, permite que os Participantes obtenham benefícios da captura do *spread* de ordens de seus clientes. 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*.

Esse resultado, porém, está bruto dos emolumentos devidos à B3. Tais emolumentos são relevantes em face do *tick size* dos instrumentos discutidos no Ofício



Circular 50/2018, assim como dos demais instrumentos nos quais a oferta RLP poderia ter aplicabilidade. Nesse sentido, é razoável admitir que parte substancial do benefício econômico gerado pelo processo de internalização será convertido em receita para a B3 e não em proveito financeiro para os Participantes que, por sua vez, poderiam repassá-los total ou parcialmente para seus clientes.

Essa situação econômica pode gerar, como efeito colateral, a redução dos incentivos que os Participantes têm para desenvolvimento da base de clientes e da liquidez dos contratos. Com efeito, pode-se observar limitação na expansão de volume e alcance dos mercados de renda variável pretendida com a introdução das ofertas RPL, bem como da melhoria dos custos transacionais praticados pelos Participantes.

Ademais dessa situação, é de se destacar que quando o Participante internaliza uma ordem ele cumpre, ainda que parcialmente, o papel de provimento de liquidez anteriormente delegado exclusivamente ao livro de ofertas central da B3. Nesse sentido, nos parece razoável que parte dos emolumentos referentes a esse papel seja convertida em redução tarifária.

Neste particular, a Toro destaca que a nova prática tarifária introduzida pelo Ofício Circular 090/2018-PRE não atendeu especificamente a essa questão, embora sinalize movimentação da B3 no sentido proposto.

Em face destas considerações, embora a Toro entenda que o presente Ofício Circular 50/2018 não versa sobre a política de preços praticada pela B3, entendemos ser pertinente sugerir à B3 que:

Concomitantemente à adoção da oferta RLP e demais alterações previstas pelo Ofício Circular 50/2018, promova adequação dos emolumentos cobrados nas operações executadas diretamente.

Permanecemos à disposição para esclarecimentos que se façam necessários e aproveitamos a oportunidade para enviar nossos votos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Toro CTVM Ltda.

Márcio Placedino Bicalho Martins – Diretor

