

SUORTE À RESPOSTA PARA AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM

Relatório sobre Best execution

Março, 2020

CONFIDENCIALIDADE

Os negócios dos nossos clientes são extremamente competitivos, e a preservação da confidencialidade com relação aos planos e informações dos nossos clientes é fundamental. A Oliver Wyman aplica rigorosamente políticas internas de confidencialidade visando proteger o sigilo das informações dos clientes.

Da mesma forma, entendemos que o nosso negócio também é bastante competitivo. Consideramos nossas abordagens e conhecimentos como direitos de propriedade intelectual e, portanto, esperamos que nossos clientes protejam nossos interesses em nossas propostas, apresentações, metodologias e técnicas analíticas. Sob em nenhuma hipótese este material poderá ser compartilhado com qualquer terceiro sem o prévio e expresso consentimento da Oliver Wyman.

© Oliver Wyman

ÍNDICE

Princípios do projeto

04

Sumário executivo

05

Detalhamento

07

Anexo

24

NOSSAS RECOMENDAÇÕES ESTÃO ANCORADAS EM ALGUNS PRINCÍPIOS CHAVE DE MERCADO, BUSCANDO PRESERVÁ-LOS SEMPRE QUE POSSÍVEL

- IOSCO estabelece três objetivos principais da regulação de valores mobiliários
 - Proteger investidores
 - Assegurar que mercados sejam justos, eficientes e transparentes
 - Reduzir riscos sistêmicos
- Além disso, 38 princípios são detalhados para atingir tais objetivos
- Tendo isso em mente, definimos 5 princípios chave para guiar nossas recomendações
- Frequentemente, tais princípios apontam para direções diferentes – nestes casos, ponderamos os efeitos positivos e negativos de cada alternativa, primando pela formação de preços, liquidez e resiliência

FORMAÇÃO DE PREÇOS

Mercado com preços representativos da oferta e demanda, interação competitiva entre ordens e diversidade da base de investidores

LIQUIDEZ

Disponibilidade de múltiplos instrumentos, com *spreads* reduzidos, profundidade do livro e capacidade adequada de reposição de ordens

RESILIÊNCIA

Mitigação de riscos sistêmicos, presando pela estabilidade do mercado e proteção dos investidores

FLEXIBILIDADE

Alternativas para acomodar diferentes estratégias e necessidades, com um ambiente equânime e competitivo

EFICIÊNCIA

Otimização dos custos de ponta a ponta na cadeia de valor, buscando minimizar atritos para os investidores

SUMÁRIO EXECUTIVO

BEST EXECUTION

BEST EXECUTION

01	Abordagem de Best execution	<p>Concordamos com a abordagem da CVM de estabelecer o regime de total consideration para clientes de varejo, com a recomendação de melhor qualificar quais variáveis podem estar inclusas no preço e custos, exigir que haja transparência dos serviços contidos nas taxas, respeitar as condições indicadas pelo cliente (caso haja) e estabelecer requisitos mínimos de resiliência para os ambientes de negociação</p> <p>A não aplicação do <i>total consideration</i> para clientes institucionais é adequada, pois outras variáveis podem ter maior relevância para este público</p> <p>Consideramos que deve haver apenas uma CCP por classe de ativos, dado que a fragmentação de capital pode aumentar os custos do sistema</p>
02	Escopo de Best execution	<p>Recomendamos expandir o escopo da regulação de Best execution ao buy side, exigindo que <i>asset managers</i> criem regras para garantir a melhor execução, monitorem e divulguem aos clientes finais os custos e qualidade de execução</p>
03	Order protection rule	<p>Concordamos com a decisão da CVM de não estabelecer regra similar à <i>Orden Protection Rule</i>, mas exigir que intermediários comuniquem aos seus clientes a quais mercados estão conectados, por quê e quais os critérios de direcionamento de ordens</p>
04	Requisitos de transparência	<p>Tendo em vista a possibilidade de concorrência entre ambientes de negociação, recomendamos que haja padronização das informações divulgadas antes e depois da negociação de um ativo¹ e que seja estabelecido um regime único de tick size entre ambientes de negociação</p>
05	Modelos de precificação e incentivos	<p>Amparado nas práticas internacionais, recomendamos que a CVM desenvolva regras específicas visando restringir a prática de incentivos monetários ou “soft dollars”, compreendendo toda a cadeia de valor, com exigências em relação à transparência, disclosure a clientes e tratamento em relação a eventuais conflitos de interesse²</p>

1. Com flexibilização dos requisitos de transparência na pré-negociação para grandes lotes; 2. Pode-se optar por uma abordagem de banir determinados mecanismos, como “*maker-taker fees*”, mas para isso é necessário fazer uma avaliação aprofundada, considerando toda a cadeia de valor e diferentes ambientes de negociação.

DETALHAMENTO

BEST EXECUTION

RECOMENDAÇÕES (1/4)

CONCORDAMOS COM A ABORDAGEM DE TOTAL CONSIDERATION PARA CLIENTES DE VAREJO VS. MAIOR FLEXIBILIDADE PARA CLIENTES INSTITUCIONAIS

Definição de Best execution

ABORDAGEM DE DESEMBOLSO TOTAL PELA OPERAÇÃO

- A proposta da CVM de manter a **consideração de múltiplos fatores** na aferição da melhor execução, como preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza, entre outros, parece alinhada às melhores práticas internacionais (**detalhamento #01**)
- Além disso, a Minuta C especifica que, para **investidores não qualificados (i.e. varejo)**, o critério de melhor execução deve ser o **desembolso total pela operação** – este modelo está em linha com a abordagem europeia e australiana (**detalhamento #02**)
 - Esta é uma abordagem que permite **maior flexibilidade para os participantes** e busca **minimizar os custos totais de execução** (sempre respeitando os princípios de formação de preços e liquidez), mantendo o objetivo de melhor execução, com foco em fatores que, em geral, são de maior relevância para o varejo (preço do instrumento financeiro e custos de execução)
 - A exemplo da Austrália e Europa, é interessante que a **CVM esclareça que elementos, no mínimo, devem estar incluídos** dentro de preço e custos, como por exemplo: custos de compensação e liquidação, custos de capital, taxas e comissões pagas, etc. Além disso, a CVM deve **estabelecer requisitos mínimos de resiliência para os ambientes de negociação**, a fim de evitar que haja comprometimento da segurança como forma de reduzir custos
 - É importante, também, que haja **transparência para os investidores dos serviços inclusos na transação**, dada a possibilidade de que um mercado possa oferecer serviços de valor adicional, como a possibilidade de melhoria de preços e maior segurança na liquidação. Entretanto, consideramos que deve haver apenas uma CCP por classe de ativos, dado que a fragmentação de capital pode aumentar os custos do sistema
 - Adicionalmente, deve-se respeitar as **condições por ventura indicadas pelo cliente**
- A **não aplicação do total consideration para clientes institucionais é adequada**, pois outras variáveis podem ter maior relevância para estes clientes

ESCOPO DO DEVER DE BEST EXECUTION

- Tanto a Instrução 505 quanto a Minuta C proposta **concentram o dever de melhor execução nos intermediários**, sem referências explícitas a outros participantes da cadeia de valor
- Seguindo experiências internacionais, notadamente na Europa com a introdução do MiFID II (**detalhamento #03**), recomenda-se a **ampliação do escopo** da melhor execução para o **buy side, incluindo asset managers**, de forma a trazer maior transparência e controle aos investidores e reguladores em relação aos custos de execução
 - A experiência mostra que alocar a responsabilidade somente nos intermediários pode criar arbitragem em mercados menos líquidos – portanto, é importante que o **buy side** seja incentivado a manter os custos totais de execução baixos

RECOMENDAÇÕES (2/4)

CONCORDAMOS COM A ESCOLHA DA CVM DE NÃO INTRODUIR UMA REGRA SIMILAR À ORDER PROTECTION RULE

Possível introdução de regra similar à *Order Protection Rule*

- A Minuta também define que intermediários terão a **liberdade de escolher a quais mercados se conectar**, porém devem **assegurar que seus clientes estejam cientes** de todos os mercados nos quais suas ordens possam ser executadas
- Abordagem da CVM parece adequada, pois considerando a experiência dos EUA e Canadá (**detalhamento #04**), há evidências de que a **adoção de *Order Protection Rules*¹ tende a gerar ineficiências** no mercado, bem como contribuir para:
 - **Aumento de custos** para intermediários, consequentemente repassados aos investidores
 - **Ampliação da fragmentação** de mercados transparentes
 - **Incremento da representatividade de mercados opacos**
- Entretanto, recomendamos que a CVM requirite que **intermediários comuniquem** em suas regras de melhor execução **o racional que fundamenta a decisão de não se conectar a determinado mercado** (ex. altos custos de conexão, baixo *market share*, indisponibilidade de produtos, etc.) e **os critérios para direcionamento de ordens**
 - Também é importante que o *buy side* divulgue seus *frameworks* de controle de custos de execução e monitore tais custos

1. É importante observar que não se pode atribuir exclusivamente à OPR todos os efeitos observados, dada a possível influência de outros elementos como competição, tecnologia e outras regulações.
Fonte: Oliver Wyman.

RECOMENDAÇÕES (3/4)

EM UM CENÁRIO DE CONCORRÊNCIA ENTRE AMBIENTES, É IMPORTANTE ESTABELECEER PADRÕES MÍNIMOS DE REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA

Requisitos de transparência

- Dada a possibilidade de **concorrência entre ambientes** de negociação, é positivo estabelecer um **regime de tick size único entre ambientes de negociação** com vistas a garantir uniformidade no mercado e facilitar o dever de melhor execução dos participantes (**detalhamento #05**)
 - É recomendável que o regime de *tick size* seja calculado em *tiers* de produtos (vs. uma abordagem “*one-size fits all*”), buscando maximizar a liquidez e minimizar os *spreads* dos instrumentos
 - A **execução a mid-point** deve ser uma **opção** válida de preço de execução nos ambientes de negociação, permitindo que uma ordem seja negociada em meio *tick*
 - A aplicação do regime de *tick size* deve ser estendida a **todos os ambientes que negociem** aquele produto (não apenas bolsas), para garantir *level playing field* entre ambientes (lição aprendida na Europa, **detalhamento #05**) e **deve-se aplicar a todos os tamanhos de ordens (inclusive grandes lotes)**
 - Entretanto, **negociações bilaterais de grandes lotes não precisam estar sujeitas** ao regime de *tick size*, desde que preservado o conceito base de grandes lotes e ao propósito para que servem
- Em linha com práticas internacionais e considerando a possibilidade de **concorrência entre ambientes de negociação**, é recomendado que haja **padronização em relação às informações divulgadas antes e depois da negociação de um ativo** (potencialmente discriminando por tipo de ativo), definindo quais informações devem ser divulgadas em tempo real vs. com *delay*, requisitos de latência para participantes, sincronização de relógios e políticas para acesso aos dados (**detalhamento #06**)
 - Entretanto, é adequado que haja **flexibilização dos requisitos** de transparência na **pré-negociação para grandes lotes** – mantendo, contudo, os requisitos de *trade reporting*
- Além da divulgação das regras de melhor execução já propostas na Minuta C, seria interessante, também, incluir a **necessidade de intermediários e asset managers monitorarem e divulgarem a seus clientes** relatórios sobre a qualidade e quantidade das execuções (custos, mercados utilizados, etc.), discriminando os incentivos e tarifas monetárias inclusos ao longo da cadeia de valor (*spreads*, taxas, rebates, etc.)

RECOMENDAÇÕES (4/4)





SUGERIMOS UMA ABORDAGEM FOCADA EM TRANSPARÊNCIA PARA MITIGAR EVENTUAIS CONFLITOS DE INTERESSE RELACIONADOS À PRECIFICAÇÃO

Modelos de precificação

- Internacionalmente, há uma **tendência a reduzir incentivos** (monetários ou “*soft payments*”) que possam **afetar o dever de melhor execução** e, mais especificamente, a **forma como ordens de clientes são direcionadas** (**detalhamento #07**)
 - Muitas jurisdições aplicam uma série de **requisitos para identificação, prevenção e controle de conflitos de interesse**, assim como **requisitos de transparência e disclosure para clientes** (ex. União Europeia e EUA) que são relevantes para mitigar conflitos de interesse que advêm de incentivos
 - Outras jurisdições **foram além e proibiram** o recebimento / pagamento de tais incentivos (ex. Austrália e Holanda)
- Olhando para o contexto brasileiro, o mercado está em desenvolvimento e tem a **perspectiva de competição entre ambientes de negociação**. Dessa forma, consideramos **relevante que a CVM desenvolva regras específicas** relacionadas a incentivos (monetários ou “*soft payments*”) dada sua potencial **influência no direcionamento e execução de ordens**
 - As regras devem **assegurar a criação de políticas e procedimentos de controle de conflitos de interesse** e **estabelecer requisitos mínimos de transparência** a respeito dos incentivos, tarifas e outros incentivos pagos / recebidos
 - Possivelmente, as regras **podem também proibir a prática de determinados incentivos** como, por exemplo, rebates de administradores de mercado a intermediários
 - É importante que a análise da CVM para estabelecimento das regras inclua uma **visão holística das práticas** (potenciais e existentes) de incentivos **ao longo da cadeia de valor** (administradores de mercado, intermediários, *buy side*, agentes autônomos, etc.)
 - Adicionalmente, caso a CVM opte pela proibição explícita a determinados incentivos, é necessário **uma análise sobre os diferentes ambientes de negociação** (ex. bolsas, balcão multilateral, balcão bilateral, etc.), visando a **aplicação de regras equânimes**, a fim de evitar o direcionamento de ordens a ambientes que **possam adotar mecanismos de remuneração** (por não estarem submetidos à restrição), porém não necessariamente são os mais transparentes ou que **representam o melhor interesse do cliente**

DETALHAMENTO #01

A MELHOR EXECUÇÃO DEVE CONSIDERAR UMA SÉRIE DE FATORES; REGRAS QUE VIABILIZAM FLEXIBILIDADE TENDEM INCENTIVAR PRÁTICAS MAIS EFICIENTES

MODELO DE DEFINIÇÃO	ESCOPO	LIÇÕES APRENDIDAS
 <ul style="list-style-type: none"> Segundo Artigo 27 do MiFID II, firmas de investimento devem tomar todas as medidas suficientes para garantir a melhor execução – preço e custo são as variáveis principais, porém deve-se considerar também preço, velocidade, custos, probabilidade de execução e liquidação, tamanho, etc. <ul style="list-style-type: none"> Para clientes de varejo, a melhor execução é determinada por meio da total consideration Para clientes institucionais, outros fatores podem ter maior relevância Regras incluem transações como agente ou principal (se cliente é <i>legitimately reliable</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> Qualquer firma de investimento (inclui <i>buy side</i> e <i>broker-dealers</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> MiFID II aumentou requisitos de Best execution em relação ao MiFID I, com mudanças de <i>wording</i>
 <ul style="list-style-type: none"> Segundo <i>Market Integrity Rules</i> da ASIC, participantes devem tomar medidas razoáveis para garantir a melhor execução. Quando não há instruções específicas dadas pelo cliente¹: <ul style="list-style-type: none"> Para clientes de varejo, a melhor execução é determinada por meio da total consideration Para clientes institucionais, a melhor execução pode ser em função de preço, custos, <i>total consideration</i>, velocidade, probabilidade de execução, ou outro fator relevante 	<ul style="list-style-type: none"> Qualquer participantes do mercado de equity ou CGS (inclui <i>buy side</i> e <i>broker-dealers</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> Diferenciação entre varejo e institucional viabiliza estabelecer políticas e procedimentos mais focados, potencialmente reduzindo custos sem comprometer o melhor resultado para os clientes
 <ul style="list-style-type: none"> Segundo a regra 5310 da FINRA, as regras de melhor execução devem ser respeitadas quando <i>broker-dealers</i> agem como agente ou principal e dispõe que o participante deve usar diligência razoável para garantir o melhor mercado para uma execução <ul style="list-style-type: none"> Há um grande ênfoque em preço, porém também devem ser considerados aspectos como tipo do mercado, tamanho e tipo da transação, acessibilidade das cotações e termos e condições da ordem Não há diferenciação entre clientes de varejo e institucionais Existência da Order Protection Rule para o topo do livro (<i>vide detalhamento #04</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> <i>Broker-dealers</i> 	<ul style="list-style-type: none"> O foco em preço pode despriorizar outros aspectos que qualificam a melhor execução OPR contribuiu para a fragmentação do mercado e aumento de volumes em mercados opacos
 <ul style="list-style-type: none"> Segundo a <i>Dealer Member Rule 3300</i>, da IIROC, Best execution significa obter os termos de execução mais vantajosos dentro das circunstâncias <ul style="list-style-type: none"> Para isso, deve-se considerar: velocidade de execução, certeza da execução e custos totais repassados ao cliente Membros devem estabelecer, manter e assegurar <i>compliance</i> com regras escritas e procedimentos para atingir a melhor execução (que não será medida ordem a ordem) Não há diferenciação entre clientes de varejo e institucionais Existência da Order Protection Rule para toda a profundidade do livro (<i>vide detalhamento #04</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> <i>Broker-dealers</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Supervisão com base em uma visão holística das práticas em relação a Best execution tende a ser menos custosa para tanto o participante, quanto o regulador

1. De forma clara, inequívoca, em escrito ou gravada, não contida nos termos e condições de acordos entre o cliente e o participante e, para clientes de varejo, específica a uma ordem.

DETALHAMENTO #02

AUSTRÁLIA E EUROPA QUALIFICAM OS CUSTOS NO DESEMBOLSO TOTAL COMO AQUELES DIRETAMENTE RELACIONADOS À TRANSAÇÃO E PAGOS PELO CLIENTE

Regras de *total consideration* para o varejo, segundo ASIC (Austrália) e MiFID II (União Europeia)



- **Total consideration** significa (ASIC, Market Integrity Rules):
 - Para uma ordem de compra, o preço de compra pago por um cliente com respeito à execução de uma ordem de cliente, mais custos de transação
 - Para uma ordem de venda, o preço recebido por um cliente com respeito à execução de uma ordem de cliente menos custos de transação
- Por sua vez, “custos de transação” significam **todos os custos pagos por um cliente** que sejam diretamente relacionados a uma transação específica, incluindo sem limitação, qualquer custo de execução de transação **imposto por um mercado, crossing system ou participante, custos de compensação e liquidação e comissões pagas ao participante pelo cliente**



- **Total consideration** (MiFID II, Artigo 27) inclui o **preço do instrumento financeiro** e os **custos relativos à execução**.
- Por sua vez os custos de execução devem incluir **todos os gastos incorridos** por um cliente que são **diretamente relativos à execução da ordem, incluindo taxas do mercado, taxas de compensação e liquidação e quaisquer outras taxas pagas a terceiros** envolvidos na execução da ordem

DETALHAMENTO #03

ESTUDO DE CASO – INCLUSÃO DO BUY-SIDE NO DEVER DE MELHOR EXECUÇÃO

Europa



Contexto

Com a introdução da primeira regulação MiFID, corretoras atuando na União Europeia passam a estar obrigadas a tomar medidas razoáveis para garantir a melhor execução das ordens de seus clientes

Problemas encontrados

Em 2014 a autoridade de conduta financeira do Reino Unido (FCA) realizou uma revisão temática¹ que conclui que diversas corretoras delegavam o julgamento de melhor execução a seus clientes institucionais e *buy-side*

- As corretoras alegavam que clientes qualificados não aceitariam execuções que não fossem as mais vantajosas
- Entretanto, apenas clientes com alto nível de sofisticação ocasionalmente exigiam relatórios e melhoras na execução – dessa forma, clientes menos capacitados não estavam sendo devidamente protegidos

Consequências

Considerando as conclusões da revisão do FCA, a nova regulação MiFID II estende obrigações de melhor execução a *asset managers*, que devem garanti-la a seus clientes e, portanto, verificar a execução de suas corretoras

Austrália



Contexto

Seguindo os passos das mudanças regulatórias europeias, a ASIC emitiu em 2017 a guia regulatória 97 (RG97) focada em melhorar a melhor execução, incluindo o *buy-side*, que deve publicar todas as tarifas e custos associados a suas opções de investimento

Beneficiário	Benefícios
Consumidores	<p>Maior informação disponível facilitando comparação e compreensão de tarifas</p> <p>Essa informação é especialmente relevante para produtos de longo prazo já que as tarifas podem se acumular ao longo do tempo</p>
Emissores	<p>Publicação de custos e tarifas contribuem para a transparência e responsabilidade do emissor. A publicação transparente de custos, tarifas e conflitos de interesse refletem uma cultura de boa governança e conduta</p>
Profissionais do mercado	<p><i>Advisers</i> e outros profissionais podem usar a informação pública para assessorar clientes e analisar o mercado</p>

1. TR 14/13 – *Best execution and payment for order flow*, 2014; Fonte: ASIC Regulatory Guide 97 - *Disclosing fees and costs in PDSs and periodic statements*.
Fonte: Oliver Wyman.

DETALHAMENTO #04

ESTUDO DE CASO – EUA (1/2)

Tamanho do mercado antes da
OPR: USD 19,000 bn/ano
transacionados em ações (2004)

Regra 611 da Regulação NMS (2005)

- Também conhecida como “**Order Protection Rule**” ou “**Trade-through Rule**”, adotada em 2005 com os objetivos de:
 - Promover a postagem de ordens limitadas não imediatamente executáveis
 - Evitar que ordens de mercado / ordens limitadas imediatamente executáveis sejam executadas a preços inferiores
- A Regra requer que **centros de negociação**¹ implementem políticas e procedimentos para **prevenir trade-throughs**² de ordens protegidas, o que **auxilia o dever de melhor execução dos broker-dealers e protege investidores**
- Para que uma oferta seja protegida, ela deve
 - Ser **imediatamente e automaticamente executável**
 - Estar **disseminada em um consolidador** de dados de mercado
 - Estar no **topo do livro** de uma **bolsa NMS ou ADF**³
- A **responsabilidade de proteção** de ordens é dos **ambientes de negociação** que, ao receber uma ordem que configuraria um *trade-through*, podem:
 - **(1)** redirecioná-la para outro ambiente;
 - **(2)** executá-la em preço igual ou dentro do *National Best Bid and Offer* (NBBO); ou
 - **(3)** enviá-la de volta ao *broker-dealer*.
- Na prática, dada a **competitividade do mercado** americano e os **requisitos de Best execution** a que *broker-dealers* estão sujeitos, eles já **estão conectados** a grande parte dos mercados e **direcionam suas ordens** de forma a otimizar o fluxo (inclusive de internalização) e garantir o melhor preço
- Em adição, o SEC também criou a Regra 610 (“Access Rule”), que **proíbe que seja cobrado mais de USD 0.003** pelo acesso à cotação de uma ação protegida

SEC estimou que o custo para investidores devido a ordens executadas a preços inferiores foi de **USD 320MM em 2003**

1. Definido de forma abrangente, a fim de incluir todos os tipos de ambientes que executam ordens no mercado de *equity*, incluindo bolsas registradas, ATSs (tanto *dark pools* quanto ECNs), formadores de mercado fora das bolsas e qualquer outro *broker-dealer* que internalize ordens (como principal ou agente); 2. Um *trade-through* é definido como a compra ou venda de um instrumento NMS durante o funcionamento do mercado que seja executada em um preço maior que a oferta de venda protegida ou menor que a oferta de compra protegida; 3. *Alternative Trading Facility*.

DETALHAMENTO #04

ESTUDO DE CASO – EUA (2/2)

Tamanho do mercado antes da OPR: USD 19,000 bn/ano transacionados em ações (2004)

Impactos observados

- Um estudo feito pelo SEC¹, comparando dados empíricos de 2005 e 2014, analisou os impactos no mercado após a implementação da OPR²
- Houve um **aumento da fragmentação de mercados transparentes**, conforme medido pelo índice HHI³:
 - NASDAQ stocks: de **0.72** (2005) para **0.76** (2014)
 - NYSE stocks: de **0.18** (2005) para **0.82** (2014)
- Também houve um **aumento do *share* negociado em ambientes opacos** (*dark ATs* e *broker-dealers*)
 - NASDAQ stocks: de **29.4%** (2005) para **38.6%** (2014)
 - NYSE stocks: de **13.0%** (2005) para **34.6%** (2014)
- Por fim, o **volume transacionado** com *trade-throughs* **reduziu radicalmente**:
 - NASDAQ stocks: de **7.7%** (2003) para **0.16%** (2014)
 - NYSE stocks: de **7.2%** (2003) para **0.18%** (2014)

Share de mercado – NASDAQ stocks

Fevereiro 2005		Fevereiro 2014	
NSX (reporting Inet ECN trades)	25.3%	NASDAQ	26.2%
NASDAQ SuperMontage (estimated)	19.2%	NYSE Arca	9%
PCX Arca (now NYSE Arca)	19%	EDGX	8.7%
Brut ECN (estimated)	6%	BATS Z	8%
CHX	0.5%	NASDAQ BX	2.7%
NASD ADF	0.5%	EDGA	2.6%
Amex (now NYSE MKT)	0.1%	BATS Y	1.8%
Dark ATs and Broker-Dealers	29.4%	FINRA ADF	0.7%
		NASDAQ PSX	0.5%
		CBSX (no longer operating)	0.4%
		NYSE MKT	0.3%
		NSX (no longer operating)	0.3%
		CHX	0.3%
		Dark ATs and Broker-Dealers	38.6%

Share de mercado – NYSE stocks

Fevereiro 2005		Fevereiro 2014	
NYSE	78.9%	NYSE	20.1%
NASDAQ SuperMontage	2.1%	NASDAQ	14.2%
CHX	2.1%	NYSE Arca	8.4%
PCX Arca	1.7%	BATS Z	7%
BSE (now NASDAQ BX)	1.1%	EDGX	6.6%
NSX	0.7%	NASDAQ BX	2.9%
Phlx (now NASDAQ PSX)	0.4%	EDGA	2.5%
Dark ATs and Broker-Dealers	13%	BATS Y	1.9%
		ADF	0.5%
		NASDAQ PSX	0.4%
		CBSX (no longer operating)	0.4%
		CHX	0.3%
		NSX (no longer operating)	0.2%
		Dark ATs and Broker-Dealers	34.6%

1. Memorando publicado em 30 de abril de 2015, sobre a Regra 611 da Regulação NMS; 2. É importante ressaltar que não se pode atribuir à OPR todos os efeitos observados, dada a possível influência de outros elementos como competição, tecnologia e outras regulações; 3. Herfindahl-Hirschman Index mede a fragmentação de mercado, variando de 0 a 1, aonde 0 representa um mercado totalmente centralizado.

DETALHAMENTO #04

ESTUDO DE CASO – CANADÁ

Tamanho do mercado antes da
OPR: USD 1,500 bn/ano
transacionados em ações (2008)

Autoridades canadenses estabeleceram uma combinação de regras de gestão de ordens...

- Expansão de fatores além do preço que deveriam ser considerados para *Best execution* (BE)
 - Método de política e procedimento – em vez de obrigação ordem a ordem
 - Obrigação de BE para Balcão ainda focada em melhor preço
- Em 2009, foi instituída a *Order Protection Rule* (OPR), aplicada à **profundidade total do livro**
 - Criada para evitar *trade throughs*
 - Mercados com transparência pré-negociação tinham ordens protegidas, portanto o mercado deveria verificá-los antes da execução de ordens
 - **Inexistência de regulação** para determinar como os mercados podem **cobrar a outros pelo acesso a seus dados**
- Determinação de **um consolidador oficial de dados** pelas autoridades reguladoras

...que resultaram em efeitos de mercado inesperados, tais como ineficiência de custos e fragmentação

- A OPR gerou um contexto de “**clientes cativos**”, já que os participantes estavam obrigados a acessar dados de todos os mercados
- Os mercados acabaram estipulando preços altos por seus dados, acarretando em **custos de transação mais elevados**
- O **ambiente sem competição** na consolidação dos dados também contribuiu ao aumento de preço de dados
- Mercados pequenos eram capazes de seguir operando com base na venda de dados – sem agregar valor ao mercado – o que estimulou ainda mais a fragmentação

	Ações negociadas em 2014	# Mercados
US	USD 38,977 Bn	55 ²
Canada	USD 1,344 Bn	15 ³

Reformas recentes para mitigar os efeitos colaterais

- Reforma da *Order Protection Rule*
 - Instauração de um limite mínimo de 2.5% de quota de mercado para que um mercado seja considerado protegido
 - Requerimento de metodologia para definição de preço de dados, com comprovação de razoabilidade e acessibilidade para participantes do mercado
 - Obrigações de OPR recaem principalmente sobre os mercados¹
- Intermediários ainda têm obrigação de BE, mas podem decidir a quais mercados conectar-se, divulgando como e por que os escolheram

1. E sobre intermediários que executam ordens direcionadas; 2. Bolsas e mercados alternativos em 2015; 3. Mercados de equity atualmente regulados pelo IIROC
Fontes: Mídia especializada e páginas de reguladores e autorreguladores, análises da Oliver Wyman.

DETALHAMENTO #05

VISÃO GERAL DOS REGIMES DE TICK SIZE (1/2)



Tick size segundo NMS e FINRA 6434

- **Responsabilidade pela definição do tamanho**
 - Para produtos NMS definido pelo SEC
 - Para OTC *equities* definido pela FINRA
- **Ambientes**
 - As regras se aplicam a ambientes que transacionam ativos NMS
 - Igualmente, as regras da FINRA se aplicam a ambientes que transacionam OTC *equities*
- **Produtos**
 - Apenas ações (não inclui dívida nem opções)
- **Níveis de tick size:**

Valor da ação	Tick size	Tipos de ativo
>= USD 1.00	USD 0.01	NMS e OTC <i>equity</i>
< USD 1.00	USD 0.0001	NMS e OTC <i>equity</i>
< USD 0.01	USD 0.000001	OTC <i>equity</i>

- O SEC conduziu um piloto entre 2016 e 2018 para testar os impactos de aumentar *tick size* de ações de empresas de *small-capitalization*
 - O principal impacto no mercado, entretanto, foi um aumento dos custos de execução
 - O piloto foi interrompido e a regra não foi formalizada



Tick size segundo MiFID II

- **Responsabilidade pela definição do tamanho:**
 - A ESMA, através do MiFID II, estipulou que todos os países membros deveriam estabelecer um regime de *tick size* para seus mercados regulados
 - A regulação foi complementada pela Regulação delegada à comissão europeia RTS 11 que estabelece valores mínimos para os *ticks* em função de preço e liquidez
- **Ambientes**
 - Se aplica a todos os ambientes regulados, porém inicialmente não incluía *Systematic Internalisers* (SI), o que gerava vantagem competitiva a esses ambientes e, conseqüentemente, incentivos para mover ordens para fora de ambientes transparentes
 - Após a reforma pela Comissão Europeia, o *tick size* passou a ser aplicado também a SIs
- **Produtos**
 - *Equity* e instrumentos semelhantes a *equity*¹
- **Níveis de tick size:**
 - Dependentes da liquidez e do preço do ativo (*vide anexo*)
 - *Midpoint* não admite *half ticks*

1. Ações, *depository receipts* e fundos listados

Fontes: SEC 242.600, FINRA 6434, MiFID II Art. 49, 2014/65/EU, 2017/588/EU, análises da Oliver Wyman.

DETALHAMENTO #05

VISÃO GERAL DOS REGIMES DE TICK SIZE (2/2)



Tick size segundo ASIC

- **Responsabilidade pela definição do tamanho**
 - Contido nas regras de integridade do mercado da ASIC (regulador)
- **Ambientes**
 - Todos os mercados de *equity* ou *CGS Depository Interests* (título público) – (Part 9.4)
 - Qualquer transação utilizando *crossing systems* (Part 5A.5)
- **Produtos**
 - Produtos de mercados de *equity*¹ (EMP)
 - *CGS Depository Interest* (CGS DI)

- **Níveis de tick size:**

Valor do ativo	Tick size	Tipos de ativo
>= AUD 2.00	AUD 0.01	EMP
>= AUD 0.10	AUD 0.005	EMP
< AUD 0.10	AUD 0.001	EMP
Todos	AUD 0.001	CGS DI

- **Exceções à aplicação:**
 - Ordens que se caracterizem como grande lote, transação de grande portfolio ou *best midpoint* (*half tick size*)



Tick size segundo *Universal Market Integrity Rules*

- **Responsabilidade pela definição do tamanho:**
 - A responsabilidade compete ao IIROC (autorregulador)
- **Ambientes**
 - Bolsas
 - QTRS (*Recognized quotation and trade reporting system*)
 - ATS (*Alternative trading systems*)
- **Produtos**
 - Valores mobiliários (*Securities*)

- **Níveis de tick size:**

Valor do ativo	Tick size	Tipos de ativo
>= CAD 0.50	CAD 0.01	<i>Securities</i>
< CAD 0.50	CAD 0.005	<i>Securities</i>

- **Exceções à aplicação**
 - Qualquer cruzamento intencional (*intentional cross*) que possa ser executado com melhora de preço tanto para o lado vendedor quanto para o comprador

1. Definição completa no anexo

Fonte: ASIC Market Integrity Rules (Partes 9.4 e 5A.5), ASIC RG 265.352 a 265.356, IIROC UMIR Part 6, 6.1, análises da Oliver Wyman.

DETALHAMENTO #06

REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA EM DIFERENTES JURISDIÇÕES (1/2)

Jurisdição Requisitos pré-negociação



- Segundo a regra de integridade de mercado (MIR) 6.1.1 da ASIC, participantes **só podem executar ordens contra ordens transparentes ou de um livro**, exceto nos casos de negociação de lotes e grandes portfolios, melhoria de preço e negociações permitidas fora dos horários de negociação
- Exceto para as exceções anteriores, operadores devem **disponibilizar a informação de pré-negociação continuamente durante o horário de negociação** ou antes da abertura do mercado se a ordem for recebida fora de horário
- A informação de pré-negociação deve ser disponibilizada com **condições comerciais razoáveis e não discriminatórias**
- Segundo a MIR 6.1.5, certas ordens podem ser **parcialmente transparentes, omitindo preço ou volume**

Requisitos pós-negociação (*trade reporting*)

- Segundo a MIR 6.3, a **informação de pós-negociação deve ser publicada imediatamente**, salvo algumas exceções, a um operador
- **O operador deve validar e disponibilizar** imediatamente a informação
- A informação de pós-negociação deve ser disponibilizada com **condições comerciais razoáveis e não discriminatórias**
- Certas transações de lotes muito grandes estão sujeitas a **divulgação diferida** (MIR 6.4)



- A UMIR 6.3 da IIROC (Regra de exposição de ordem) permite que **pequenas ordens não sejam incluídas imediatamente nas ofertas de um mercado**, se puderem ser executadas a melhor preço
- A DMR 3300 da IIROC **exime as corretoras de terem acesso em tempo real** aos dados de cada ambiente para cumprir as regras de melhor execução
 - São requeridos apenas dados dos **ambientes apropriados** (incluídos aqueles protegidos pela OPR), definidos pela política da corretora
- O instrumento nacional (NI) 21-101 dos reguladores (CSA) exige que os administradores de mercados **ofereçam informações a um processador de informação** ou, em sua ausência, a um vendedor de informação

- O NI 21-101 **também se aplica a informações da pós-negociação**
- As regras se aplicam a valores mobiliários negociados em bolsa, negociados em bolsa estrangeira e instrumentos de dívida corporativos ou governamentais, incluindo grandes lotes

DETALHAMENTO #06

REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA EM DIFERENTES JURISDIÇÕES (2/2)

Jurisdição Requisitos pré-negociação



- A regra 610 do SEC (“Access Rule”) exige **acesso não discriminatório a cotações de preço**
 - Permissão de conexões privadas oferecidas por diversos provedores
 - Ambientes são proibidos de prevenir ou inibir acesso indireto de qualquer pessoa através de seus membros ou clientes
 - Tarifas de acesso a cotações protegidas (topo do livro) estão limitadas a USD 0.003 por ação







- Mercados regulados, ambientes organizados e multilaterais e *systematic internalizers* devem **publicar valores de ofertas de compra e venda atuais**, bem como profundidade de negociação a esses preços
 - **Exceções aplicam-se a casos pontuais** (ex. grandes lotes) e a certos derivativos
 - As exceções são definidas pelas **autoridades de cada Estado**

Requisitos pós-negociação (*trade reporting*)

- A regra 605 do SEC exige que administradores de mercados **publiquem relatórios mensais** com informação estatística sobre a execução de ordens
- Administradores de mercado devem:
 - Disponibilizar preços, volumes e horário de transações **tão próximo de em tempo real quanto possível** (proposto que seja em até um minuto)
 - **Limitar o diferimento da publicação** de transações de grandes lotes a 60 minutos, 120 minutos ou fim do dia, dependendo do tamanho da transação
 - Identificar **ordens executadas sob exceções** de cumprimento das regras
 - **As regras variam para instrumentos *non-equity***
- Empresas de investimento devem (inclusive para OTC):
 - **Publicar transações** através de um acordo de publicação adequado
 - **Publicar volume, preço e horário das transações**
- Provisões específicas dos artigos 26 e 27 do MiFIR e RTS 22 e 23 aplicam requerimentos a empresas de investimento e suas filiais, incluindo quais **transações devem ser publicadas, informação requerida, etc.**

DETALHAMENTO #07

REGULAÇÕES TÊM SIDO DESENVOLVIDAS PARA RESTRINGIR A PRÁTICA DE INCENTIVOS, PORÉM NÃO HÁ CONVERGÊNCIA CLARA ENTRE AS ABORDAGENS

Jurisdição	Incentivos monetários	Incentivos não monetários (<i>Soft dollars</i>)
	<ul style="list-style-type: none"> Proibição de <i>payment for order flow</i> por gerar conflitos de interesse contrários à norma de <i>Best execution</i> Pagamentos por ordens entre participantes estão permitidos desde que o incentivo pago não seja maior do que a comissão cobrada pelo participante 	<ul style="list-style-type: none"> Segundo a interpretação RG265, os pagamentos ou recebimentos de incentivos não monetários por fluxo de ordens: <ul style="list-style-type: none"> Não podem impactar na melhor execução Devem ser revelados de forma compreensível ao cliente Devem melhorar o serviço prestado ao cliente
	<ul style="list-style-type: none"> O MiFID II não proíbe diretamente o pagamento de rebates de um administrador de mercado a um participante, porém devem ser estabelecidos mecanismos de controle de conflitos de interesse Estão proibidos rebates a consultores independentes ou gestores de carteira 	<ul style="list-style-type: none"> A mesma restrição de conflitos de interesse imposta ao pagamento de rebates se aplica a incentivos não monetários O MiFID II proibiu a venda conjunta de produtos (<i>bundling</i>) – e.g. inclusão de <i>research</i> – exigindo precificação específica de cada produto ou serviço oferecido
	<ul style="list-style-type: none"> Não há proibição direta de incentivos monetários à execução em determinado ambiente, mas estes não devem interferir com a melhor execução Em 2018, o SEC propôs a implementação de um piloto para mudanças no modelo de “<i>maker-taker</i>”, porém esse piloto foi paralisado por decisões judiciais 	<ul style="list-style-type: none"> Somente para <i>brokers</i> não registrados como <i>advisors</i>, o SEC proíbe o recebimento de pagamento direto por <i>research</i> a
	<ul style="list-style-type: none"> Participantes devem ter políticas para garantir a melhor execução em circunstâncias nas que há pagamentos de incentivos por parte de um ambiente Administradores de mercados não podem oferecer incentivos específicos a um participante, mas sim a classes de participantes, obtendo as devidas aprovações prévias Participantes estão proibidos de realizar pagamentos por fluxo de ordens 	<ul style="list-style-type: none"> De acordo com a regra 2400 do IROC, corretoras não podem exigir a contratação de serviços ou investimentos em ativos específicos para permitir o acesso a outros produtos ou serviços

Devido a regulações conflitantes entre SEC e CE, o SEC optou por não sancionar (até julho/2023) instituições que atendam clientes europeus e sigam a diretriz do MiFID II



DETALHAMENTO #07

SEC ESTABELECEU UM PILOTO PARA AVALIAR O IMPACTO DO MODELO DE MAKER-TAKER NO MERCADO

SEC e *maker-taker fees* em bolsas de ações¹

- Observa-se que a prática de *maker-taker fees* pode **afetar a transparência de preços, criar conflitos de interesse entre intermediários e seus clientes e aumentar a complexidade do mercado**
- Entretanto, sua **proibição pode aumentar os custos de execução para investidores** (em especial de varejo) devido a um potencial alargamento dos *spreads*, em especial para ativos menos líquidos, devido a um desincentivo a participantes adicionarem liquidez ao livro
- Além disso, a **proibição de rebates pode limitar a capacidade de bolsas competirem com ambientes opacos**, impactando, em última instância, a formação de preços
- Devido a essa complexidade, o SEC optou por realizar **um piloto nas bolsas de ações, para avaliar como mudanças no modelo de *maker-taker* impactam o mercado**, em função de:
 - *Cap* nas tarifas pagas para acesso aos mercados
 - Permissão de rebates
- A divulgação do piloto gerou **reações diversas da indústria**
 - Bolsas argumentaram que a aplicação do piloto apenas às bolsas poderia gerar uma **desvantagem competitiva em relação a ambientes opacos**
 - *Broker-dealers* demonstraram reações positivas
 - Entretanto, a indústria como um todo reforçou a **necessidade de uma revisão holística da Reg. NMS**
- Em março de 2019, o **SEC decidiu pausar o piloto** devido a petições feitas pela NYSE, Nasdaq, Cboe e outras entidades afiliadas²

Formato do piloto (definido em dez/2018)

Grupo	# Ações NMS	Cap tarifa ³	Rebate permitido?
1	730	\$0.0010	Sim
2	730	\$0.0030	Não ⁴
Controle	Restante	\$0.0030	Sim



1. Memorandum do SEC em 20 de outubro de 2015 sobre "Maker-Taker Fees on Equities Exchanges"; 2. SEC Release nº 34-85447 / March 28, 2019; 3. Não no rebate; 4. Exceto para atividades específicas de *market making*.

ANEXO

BEST EXECUTION

ESCOPO

DADAS AS PRIORIDADES DA B3, DEFINIMOS OS SEGUINTE PONTOS DE APROFUNDAMENTO EM RELAÇÃO À BEST EXECUTION

TÓPICO	DEFINIÇÃO	POTENCIAIS APROFUNDAMENTOS
DEFINIÇÃO DE BEST EXECUTION	<p>Forma como a regulamentação define melhor execução, em relação a aspectos a serem considerados, potencial diferenciação entre varejo e institucional e abrangência do dever de melhor execução aos diferentes participantes da cadeia de valor</p> <p>Como a regulamentação endereça as implicações no dever de melhor execução, dada a possibilidade de um mesmo instrumento financeiro ser negociado em mais de um ambiente</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Comparação com definições utilizadas internacionalmente • Implicações das diferentes definições nas dinâmicas de mercado • Avaliação da minuta vis-à-vis a alternativa representada pelo roteamento automático de ordens e uma possível introdução de regra similar à <i>Order Protection Rule</i> (EUA)
REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA	<p>Padronizações necessárias para garantir a melhor execução dentre múltiplos ambientes, considerando ambientes de características diversas</p> <p>Requisitos em relação à transparência entre participantes, seus clientes e (auto)reguladores, incluindo <i>disclosure</i> de regras, negócios realizados e informações sobre mecanismos de ressarcimento de prejuízos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Entendimento dos parâmetros (e.g. <i>tick size</i>, lote padrão) que devem ser padronizados entre ambientes (e.g. bolsa, balcão, <i>dark pool</i>) • Entendimento das práticas internacionais – e suas implicações no mercado – em relação aos requisitos de transparência pré e pós-negociação
MODELOS DE PRECIFICAÇÃO	<p>Relação entre os modelos de remuneração dos agentes da cadeia de valor (incluindo, por exemplo, modelos de precificação de bolsas aos intermediários) e o dever de melhor execução, incluindo potenciais conflitos de interesse que decorram da precificação</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mapeamento dos incentivos econômicos (diretos ou “soft dollars”) no cenário brasileiro e sua potencial influência no dever de melhor execução • Comparação com práticas internacionais de permissão, proibição ou <i>disclosure</i> dos modelos de precificação

MAPEAMENTO DAS MUDANÇAS

DEFINIÇÃO DE BEST EXECUTION

Situação atual

Instrução CVM 505

1. Escopo

- O dever de melhor execução se concentra no intermediário, sem referências explícitas a outros participantes da cadeia de valor
- Caso o cliente especifique as condições de execução da ordem, o intermediário deve executar segundo tais condições

2. Aspectos a serem considerados

- Para aferir as melhores condições de execução, intermediário deve considerar:
 - Preço
 - Custo
 - Rapidez
 - Probabilidade de execução e liquidação
 - Volume
 - Natureza
 - Qualquer outra consideração relevante

Proposta CVM

Minuta C da audiência pública SDM Nº 9/19

1. Escopo

- O dever de melhor execução se concentra no intermediário, sem referências explícitas a outros participantes da cadeia de valor
- Minuta inclui a possibilidade do intermediário melhorar as condições de execução da ordem, mesmo quando o cliente as especifica

2. Aspectos a serem considerados

- Manutenção dos aspectos a serem considerados para aferir as melhores condições de execução
- Adição das seguintes especificações:
 - Para investidores de varejo¹, o critério de melhor execução deve ser o desembolso total pela operação (i.e. preço do instrumento financeiro e todos os custos relacionados à execução)
 - Intermediário não deve considerar na execução das ordens eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados aos clientes

1. Considerados como não qualificados pela regulamentação específica.

Fonte: Oliver Wyman.

MAPEAMENTO DAS MUDANÇAS BEST EXECUTION ENTRE AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO

Situação atual

Instrução CVM 505

- Não aplicável

Proposta CVM

Minuta C da audiência pública SDM Nº 9/19

- Intermediário não é obrigado a ser participante de todos os mercados em que as ordens de seus clientes possam ser executadas



MAPEAMENTO DAS MUDANÇAS REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA (1/2)

Situação atual

Instrução CVM 505

1. Mercados disponíveis

- Intermediários devem assegurar que clientes estejam cientes de todos os mercados nos quais suas ordens possam ser executadas

2. Disclosure das regras

- As regras estabelecidas pelos intermediários sobre a execução de ordens devem:
 - Ser previamente informadas aos clientes
 - Estar disponíveis no site do intermediário
 - Ser arquivadas no departamento de autorregulação da entidade administradora do mercado em que o intermediário opere

Proposta CVM

Minuta C da audiência pública SDM Nº 9/19

1. Mercados disponíveis

- Intermediários devem assegurar que clientes estejam cientes de todos os mercados nos quais suas ordens possam ser executadas – ***mesmo que o intermediário não seja autorizado a operar em todos eles***

2. Disclosure das regras

- As regras estabelecidas pelos intermediários sobre a execução de ordens devem:
 - Ser previamente informadas aos clientes
 - Estar disponíveis no site, aplicativos e outras interfaces do intermediário com seus clientes, em local de fácil acesso
 - Ser arquivadas na entidade administradora do mercado em que o intermediário opere e na entidade autorreguladora
 - Ser elaboradas em linguagem clara e de fácil entendimento



MAPEAMENTO DAS MUDANÇAS REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA (2/2)

Situação atual

Instrução CVM 505

1. Balcão não organizado

- Intermediários que atuam no mercado de balcão não organizado:
 - Devem manter em sua sede, à disposição da CVM, as regras relacionadas à melhor execução e à mitigação de conflitos de interesses

2. Mecanismos de ressarcimento de prejuízos

- Se for o caso, suprir seus clientes com informações sobre os mecanismos de ressarcimento de prejuízos estabelecidos pelas entidades organizadoras de mercado organizado



Não há menções diretas na minuta em relação aos modelos de precificação e seu impacto no dever de melhor execução

Proposta CVM

Minuta C da audiência pública SDM Nº 9/19

1. Balcão não organizado

- Intermediários que atuam no mercado de balcão não organizado:
 - Devem manter em sua sede, à disposição da CVM, as regras relacionadas à mitigação de conflitos de interesses
 - Devem encaminhar à CVM as informações sobre os negócios realizados (em formato, meio e periodicidade determinados pela SMI¹)
 - Devem manter em seu site, de forma organizada, gratuita e com fácil acesso, as regras relacionadas à melhor execução e as informações dos negócios realizados nos últimos 18 meses

2. Mecanismos de ressarcimento de prejuízos

- Intermediários devem manter disponível em local de fácil acesso em seu site, aplicativos e outras interfaces com seus clientes informações sobre o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

1. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários.

Fonte: Oliver Wyman.



REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA

TAMANHOS MÍNIMOS DE TICK SEGUNDO RTS 11

Valor de incremento mínimo por faixas de liquidez e preço

Price ranges	0 ≤ Average daily number of transactions < 10	10 ≤ Average daily number of transactions < 80	80 ≤ Average daily number of transactions < 600	600 ≤ Average daily number of transactions < 2 000	2 000 ≤ Average daily number of transactions < 9 000	9 000 ≤ Average daily number of transactions
0 ≤ price < 0,1	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
0,1 ≤ price < 0,2	0,001	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001
0,2 ≤ price < 0,5	0,002	0,001	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001
0,5 ≤ price < 1	0,005	0,002	0,001	0,0005	0,0002	0,0001
1 ≤ price < 2	0,01	0,005	0,002	0,001	0,0005	0,0002
2 ≤ price < 5	0,02	0,01	0,005	0,002	0,001	0,0005
5 ≤ price < 10	0,05	0,02	0,01	0,005	0,002	0,001
10 ≤ price < 20	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005	0,002
20 ≤ price < 50	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005
50 ≤ price < 100	0,5	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01
100 ≤ price < 200		1 0,5	0,2	0,1	0,05	0,02
200 ≤ price < 500		2	1 0,5	0,2	0,1	0,05
500 ≤ price < 1 000		5	2	1 0,5	0,2	0,1
1 000 ≤ price < 2 000		10	5	2	1 0,5	0,2
2 000 ≤ price < 5 000		20	10	5	2	1 0,5
5 000 ≤ price < 10 000		50	20	10	5	2
10 000 ≤ price < 20 000		100	50	20	10	5
20 000 ≤ price < 50 000		200	100	50	20	10
50 000 ≤ price		500	200	100	50	20



REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA

PRODUTOS DE MERCADOS DE EQUITY, SEGUNDO ASIC

ASIC Market Integrity Rules 1.4.3 Definitions

- Um produto de mercado de *equity (equity market products)* se define como:
 - Uma ação em uma entidade
 - Um produto financeiro referido no no subparágrafo 764A(1)(b)(i) ou subparágrafo 764A(1)(ba)(i) do *Corporations Act*
 - Um direito (existente ou futuro e contingente ou não) a adquirir, por meio de emissão, quaisquer dos seguintes ativos:
 - Uma ação como descrita acima
 - Um produto financeiro descrito acima
 - Um *Chess Depositary Interest*
 - Um recibo de custódia transferível

QUALIFICAÇÕES, PREMISSAS E CONDIÇÕES RESTRITIVAS

Este relatório é de uso exclusivo dos clientes da Oliver Wyman aqui identificados. Este relatório não é destinado à divulgação pública ou publicação, nem deverá ser reproduzido, citado ou distribuído para qualquer finalidade, sem a prévia e expressa autorização da Oliver Wyman. Não há terceiros beneficiários deste relatório, e Oliver Wyman não se responsabiliza perante quaisquer terceiros.

As informações fornecidas por terceiros, sobre as quais o inteiro teor deste relatório ou parte dele estão baseados, são consideradas confiáveis, porém não foram verificadas de forma independente, salvo indicação expressa em contrário. Informações públicas e dados da indústria e estatísticos são de fontes que julgamos serem idôneas, no entanto, não prestamos qualquer declaração quanto à exatidão ou completude dessas informações. Os resultados contidos neste relatório podem conter previsões baseadas em dados atuais e tendências históricas. Todas essas previsões estão sujeitas a riscos e incertezas inerentes. Oliver Wyman não se responsabiliza pelos resultados efetivos ou eventos futuros.

As opiniões contidas neste relatório são válidas apenas para os fins aqui indicados e na data deste relatório. Nenhuma obrigação é assumida no sentido de revisar este relatório a fim de refletir as mudanças, eventos ou condições que vierem a ocorrer após a presente data.

Todas as decisões relacionadas com a implementação ou utilização dos pareceres ou recomendações contidas neste relatório são de responsabilidade exclusiva do cliente. Este relatório não representa consultoria de investimento nem contém parecer sobre o equilíbrio de qualquer transação com relação a quaisquer e todas as partes.