

São Paulo, 26 de junho de 2020.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM
At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger
(via e-mail: audpublicaSDM0919@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019
Novo Marco Regulatório dos Mercados Organizados

Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019, de 27 de dezembro de 2019 (“Edital”), que propõe minutas (“Minutas”) de Instruções que dispõem sobre (i) o funcionamento dos mercados organizados e regras relativas às entidades administradoras de mercado organizado (“Minuta A”); (ii) a autorregulação unificada dos mercados organizados (“Minuta B”); e (iii) ajustes às normas para intermediários para introduzir o conceito de *best execution* (“Minuta C”).

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar essa D. Comissão pela iniciativa de fomentar a inovação e competição no âmbito dos mercados organizados, com esforços para aproximar mercado financeiro brasileiro aos mercados mais desenvolvidos do mundo.

Acreditamos que nenhum setor relevante da economia pode ter seu desenvolvimento apoiado na capacidade de investir e inovar de uma única empresa e, nesse sentido, a infraestrutura criada em décadas de duopólio e monopólio devem estar disponíveis para outras empresas que pretendem explorar o mercado. Entendemos também que a supervisão dessa abertura das infraestruturas deveria ser acompanhada de perto pelos reguladores do mercado (incluindo essa D. Comissão) e do sistema brasileiro de defesa de concorrência.

Nossa manifestação está dividida em três seções, a saber:

1. Apresentação da SL Tools
2. Negociação de Grandes Lotes
3. Outras Sugestões de Ajuste às Minutas

1. APRESENTAÇÃO DA SL TOOLS

Quem somos

A SL Tools Serviços de Informações Ltda. (“SL Tools”) é uma fintech que desenvolve plataformas para negociações de ativos financeiros visando ganhos de eficiência na operação e redução de risco para seus usuários e o mercado como um todo.

Atualmente, a SL Tools disponibiliza uma plataforma eletrônica para aluguel de ações conectando gestoras de investimentos e corretoras no mercado de balcão da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), enviando para registro operações previamente realizadas. Desde o início do projeto, no final de 2016, a SL Tools quebrou diversos paradigmas na negociação do aluguel de ações:

- Transparência nas taxas negociadas pré e pós trade;
- Implementação de comissão transparente, substituindo o spread obscuro;
- Integração eletrônicas entre as contra partes;
- Fluxos on-line de negociação e aprovação de operações;
- Integrações com administradores/custodiantes;
- Fluxo de pós trade eletrônico de ponta a ponta (*straight through processing*); e
- Excelência em Compliance e redução de riscos operacionais.

A SL Tools entende que a transparência usada de maneira adequada e eletrônica dos fluxos operacionais de ponta a ponta permite aumentos de liquidez exponenciais, elimina o risco de erros e permite o lançamento de operações nas diversas *clearings* online, resultando em diminuição de risco sistêmico.

A SL Tools vê as propostas dessa D. Comissão como a única saída relevante para fomentar o desenvolvimento do mercado para o futuro e pretende investir para tornar esse desenvolvimento uma realidade.

Experiência de nosso CEO

Andre Duvivier é gestor de carteira autorizado pela CVM desde abril de 2007.

Tem 27 anos de experiência no mercado financeiro, sendo a maior parte de sua carreira negociando ações em diversos mercados do mundo, principalmente Brasil e EUA.

Nos 13 anos de carreira na Merrill Lynch e depois Bank of America Merrill Lynch, foi *market maker* de ADRs de balcão brasileiras listadas na NYSE e ações de empresas brasileiras listadas na Nasdaq em 1999 e 2000. Nesse período negociou inúmeros *blocks* (i.e. grandes lotes) de ações em bolsa e fora de bolsa, em horários de pregão e fora dos horários oficiais de negociação a preços de mercado e com devidos descontos e prêmios. Durante esse período, esteve sempre exposto a níveis de *compliance* altíssimos impostos pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) e atendidos pela Merrill Lynch e depois Bank of America Merrill Lynch e todas as outras instituições internacionais que trabalhou no Brasil e nos EUA.

Durante quatro anos de sua carreira foi *portfolio manager* para *Emerging Market* no Weiss Multistrategy em Nova Iorque e *portfolio manager* para America Latina no Black River Asset Management. Nesse período gerenciou posições em ações em todos os mercados relevantes da Ásia, Europa e Américas.

2. NEGOCIAÇÃO DE GRANDES LOTES

2.1. Importância do modelo regulatório proposto no Edital

O caminho para o desenvolvimento

Na opinião da SL Tools, a espinha dorsal para o desenvolvimento dos mercados organizados está em grande parte determinada nas Minutas propostas por essa D. CVM. No entanto, liberar as amarras para um crescimento pujante e a convergências para os principais mercados do mundo requer unir alguns pontos.

Analisamos os mercados dos EUA e Reino Unido. O primeiro por ser o mercado mais desenvolvido e provavelmente regulado do mundo, o segundo além de um ambiente regulatório também severo, passou por mais uma fase de modernização decorrente da *Market in Financial Instruments Directive* (“MiFID”), versões I e II, em 2007 e 2018 respectivamente. Com base na experiência do direito comparado, percebe-se que o ambiente de negociação de ações do Brasil carece urgentemente de um ambiente regulado para a negociação de grandes lotes.

É conhecido que se perdeu inúmeras oportunidades de se negociar grandes lotes no mercado brasileiro. Inclusive, em certas situações investidores estrangeiros optaram por negociar ADRs ao invés de ações locais, devido à flexibilidade de se negociar grandes lotes

(block trades) no mercado americano. Clientes institucionais brasileiros e estrangeiros suspendem ou reduzem a negociação de ações para não violar as limitações da Instrução CVM nº 168/91, evitando o envio de suas operações a leilão, após terem sido negociadas, confirmadas e utilizadas para o cálculo das cotas dos fundos. Soluções claramente prejudiciais para liquidez dos ativos.

Como observado por essa D. Comissão no Edital, a revogação da Instrução CVM nº 168/91 é condição fundamental para o desenvolvimento do mercado brasileiro para negociação de grandes lotes, em especial considerando os fundamentos já expostos por essa D. Comissão no Edital.

As restrições à livre negociação de grandes volumes criam problemas de liquidez e implicam em maior risco para investidores. A título de exemplo, com a migração de recursos saindo da poupança e investimentos de baixo risco como CDI, o patrimônio líquido de fundos de investimento atingiu quase R\$5 trilhões recentemente, um crescimento de 10 vezes em 18 anos, similar ao crescimento da indústria de fundos de ações.

Esse crescimento do patrimônio líquido de fundos de investimento colidiu com restrições de liquidez impostas pela Instrução CVM nº 168/91. A esse respeito, abaixo discutimos a proposta dessa D. Comissão para grandes lotes e outros tópicos que entendemos pertinentes, oferecendo a nossa visão do modelo regulatório que entendemos adequado para esses casos, muito em linha com as sugestões já trazidas por essa D. Comissão no Edital.

Inversão da lógica restritiva para estimulante de liquidez

Acreditamos que o desenvolvimento sustentável do mercado de valores mobiliários levará ao aumento da liquidez. Com isso, vislumbramos o melhor controle da volatilidade de preços e outros benefícios, o que passa por uma inversão na lógica de tratamento dado aos grandes lotes.

Tanto a SEC quanto reguladores europeus fomentam o desenvolvimento de seus mercados oferecendo um ambiente menos restritivo para negociação de grandes lotes. Nos mercados mencionados, dispensas regulatórias (*waivers*) são concedidas a negociações que superem determinados parâmetros de liquidez definidos nas respectivas regulamentações.

Evolução do mercado nos EUA e o papel do mercado de balcão organizado

O mercado dos EUA é indiscutivelmente o mais desenvolvido do mundo, sujeito às normas editadas pela SEC. A sofisticação na negociação dos ativos, práticas competitivas de tarifas e a diversidade de protocolos de negociação oferecidos aos investidores é resultado da competição nos ambientes de negociação.

ECN (*Electronic Communications Networks*) ou ATS (*Alternative Trading Systems*) funcionam com alguma semelhança ao mercado de balcão organizado proposto no Edital. A

primeira ECN foi fundada em 1969, mas foi em 1996-1997 com a criação da Archipelago e Island, que investidores começaram a se beneficiar da eletronificação e outros protocolos de negociação em busca de melhores tarifas, formação de preço mais eficientes e horários alternativos de negociação.

Vale lembrar que o desenvolvimento do mercado de ETFs se deve em parte ao oportunismo das ECNs de inovar e permitir a negociação dos ETFs, hoje um segmento de extrema importância no mercado dos EUA, por oferecer custos extremamente atrativos para investidores alocarem investimentos em ações¹. Hoje são mais de 10 bolsas² e 50 ATS³ nos EUA.

Nesse sentido, negociações fora de bolsa nos EUA são responsáveis por quase 40% de todo volume negociado (conforme gráfico abaixo).

Percentage of all U.S. stock trades executed outside of exchanges



Source: Tabb Group

Considerando o acima exposto, somos favoráveis à proposta de negociação simultânea de ativos negociados em bolsa em mercado de balcão organizado, que constitui ferramenta essencial para o desenvolvimento do mercado de grandes lotes no Brasil.

¹ Tal é a importância desses ambientes alternativos às bolsas que muitas dessas ECNs acabaram adquiridas pelos grandes grupos de “exchanges”. Como citou a Traders magazine em artigo de 2001 “In sum, the exchange of tomorrow is the ECN of today” (<https://www.tradersmagazine.com/news/the-evolution-of-an-ecn-archipelago-ecn-is-joining-forces-with-the-pacific-exchange-to-form-an-el/>)

² <https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html>

³ https://www.sec.gov/files/node/add/data_distribution/atlist022920.pdf

Observamos que a transparência de cotações e negócios deve ser utilizada de forma a estimular a liquidez desde que não exponha os segredos das estratégias dos participantes e nem crie situações que exacerbem o risco de uma contra parte. Muito menos fomenta movimentos especulativos e manipulativos.

2.2. *Caracterização de um “grande lote”*

A seguir, tratamos dos critérios para caracterização de um “grande lote”, ponto estrutural relativo à regulação dos grandes lotes no Brasil.

Nossos comentários abaixo seguem a estrutura sugerida por essa D. Comissão para caracterização de um “grande lote”, a saber: (2.1.) métrica financeira definidas pela autorregulação unificada; e (2.2) existência de lote único e indivisível.

2.2.1. *Métricas financeiras definidas pela autorregulação unificada*

Comentário:

Apoiamos a sugestão dessa D. Comissão de delegar a definição das métricas para cálculo dos montantes para caracterização de um “grande lote” à autorregulação unificada, mas entendemos que a Minuta B deveria delimitar as balizas para aplicação dessas métricas, que nos termos do Edital seriam (i) volume médio diário negociado; (ii) quantidade de valores mobiliários em circulação no mercado; e (iii) valor médio das transações com cada valor mobiliário.

A SL Tools acredita que o conceito por detrás das métricas adotadas deve refletir que (i) de um lado, deve ser evitado “*o esvaziamento do livro*”, como bem ressaltado no Edital; mas (ii) de outro, deve ser considerada a realidade do mercado local para definição de métricas que gerem demanda suficiente para viabilizar a estruturação de um mercado de grandes lotes.

Nesse sentido, entendemos pertinente recorrer à experiência do direito comparado, onde modelos distintos são adotados (tratamos a seguir dos modelos dos EUA e Europa), mas sempre com o objetivo comum de permitir que *blocks* (i.e. grandes lotes) sejam negociados em ambiente apartado.

Nos EUA, um *block* é definido na SEC Rule 611 (*Order Protection Rule*) (“**SEC Rule 611**”) como (i) quantidade mínima de 10.000 ações; ou (ii) US\$200 mil (na cotação atual, acima de R\$1 milhão). A caracterização de um determinado lote de ações como *block* permite que um procedimento simplificado de negociação seja adotado, com certas dispensas.

Na Europa, por sua vez, a quantidade considerada “*large in scale*” na regulamentação da MiFID II representa um fator relativo às médias nacionais, substancialmente inferiores

aos critérios atuais da Instrução CVM nº 168/91, conforme tabela abaixo⁴, onde se considera “large in scale” EUR 15 mil para uma ação com ADT menor que EUR 50 mil, EUR 30 mil para um ADT entre EUR 50 e 100 mil e assim por diante, conforme tabela abaixo:

Orders large in scale compared with normal market size for shares and depositary receipts

Average daily turnover (ADT) in EUR	ADT < 50 000	50 000 ≤ ADT < 100 000	100 000 ≤ ADT < 500 000	500 000 ≤ ADT < 1 000 000	1 000 000 ≤ ADT < 5 000 000	5 000 000 ≤ ADT < 25 000 000	25 000 000 ≤ ADT < 50 000 000	50 000 000 ≤ ADT < 100 000 000	ADT ≥ 100 000 000
Minimum size of orders qualifying as large in scale compared with normal market size in EUR	15.000,00	30.000,00	60.000,00	100.000,00	200.000,00	300.000,00	400.000,00	500.000,00	650.000,00

<i>Large in Scale</i> como % do ADT (Usando o ponto médio de cada faixa e início da última faixa)	60,0%	40,0%	20,0%	13,3%	6,7%	2,0%	1,1%	0,7%	0,7%
---	-------	-------	-------	-------	------	------	------	------	------

Se adotada no Brasil, a tabela prevista na MiFID II seria representada pelos seguintes valores:

Cálculo de faixas de grandes lotes

Volume médio ponderado (R\$)	148.250,00	444.750,00	1.779.000,00	4.447.500,00	17.790.000,00	88.950.000,00	222.375.000,00	444.750.000,00	593.000.000,00
Grande lote (R\$)	88.950,00	177.900,00	355.800,00	593.000,00	1.186.000,00	1.779.000,00	2.372.000,00	2.965.000,00	3.854.500,00

Cotação do EUR/BRL 5,93

A caracterização de determinado lote como *large in scale* (conceito da MiFID II equivalente ao *block*) também permite a adoção de procedimento simplificado de negociação com certas dispensas.

Essa regulamentação foi implantada com resultados positivos no Reino Unido pela FCA e permanecerá vigente após a sua saída da União Europeia (i.e. *Brexit*).

Especificamente quanto ao critério de *large in scale* previsto na MiFID II e em seus regulamentos, em pesquisa de negociações diárias de todos os papéis negociados na B3,

⁴ O detalhamento do conceito de “*large in scale*” nos termos da MiFID II consta da Regulation (EU) 2017/587, Anexo II.

selecionamos o IBX-100 como uma *proxy* de liquidez e conduzimos uma análise dos lotes médios negociados em: (i) quantidade de ações; (ii) financeiro em Reais; e (iii) volume financeiro em Dólares Americanos.

Como mostra a planilha apresentada como Anexo I à presente manifestação, mantendo a definição de grandes lotes no mínimo acima das médias das negociações, essa D. Comissão já estaria efetivamente prevenindo o esvaziamento dos livros de ofertas.

Com base nesses conceitos, entendemos que a Minuta B deveria exigir que a autorregulação unificada siga os seguintes critérios, de forma cumulativa ou não, para caracterização de um “grande lote”: (i) quantidade mínima de 10.000 unidades do valor mobiliário negociado, ou R\$1.000.000,00 (um milhão de Reais), conforme atualizado pelo IGP-M anualmente, tomando por exemplo o modelo dos EUA; e/ou (ii) volume financeiro médio diário negociado (“média ponderada”), cujo critério varia conforme o volume negociado do valor mobiliário em questão, tomando por exemplo o modelo da MiFID II e de seus regulamentos. Adaptando a tabela MiFID II para o Brasil, grandes lotes iniciariam em R\$ 88.950,00 na primeira faixa de ADT até R\$ 148.250,00 e R\$ 3.854.500,00 na última faixa de ADT acima de R\$593 milhões respectivamente.

Sugestão – Minuta B:

“Art. 10. (...)

§ 2º Para a realização do cálculo de que trata o inciso VII, a entidade autorreguladora deverá desenvolver e submeter à aprovação da CVM metodologia que considere, ~~em~~ menos de forma cumulativa ou não, os seguintes parâmetros:

I – volume financeiro médio diário negociado, devendo o montante para caracterização do grande lote ser calculado como percentual do volume financeiro médio diário negociado, conforme tabela abaixo, cujos valores serão atualizados anualmente pelo IGP-M a partir da data de publicação desta Instrução:

Cálculo de faixas de grandes lotes

Volume médio ponderado (R\$)	148.250,00	444.750,00	1.779.000,00	4.447.500,00	17.790.000,00	88.950.000,00	222.375.000,00	444.750.000,00	593.000.000,00
Grande lote (R\$)	88.950,00	177.900,00	355.800,00	593.000,00	1.186.000,00	1.779.000,00	2.372.000,00	2.965.000,00	3.854.500,00

II – ~~quantidade de valores mobiliários em circulação no mercado; e~~

~~II – valor médio das transações com cada valor mobiliário. lote de um mesmo valor mobiliário que, alternativamente, apresente valores iguais ou superiores a qualquer~~

um dos seguintes, considerando a quantidade de unidades negociadas ou o volume financeiro:

a) 10.000 (dez mil) unidades do valor mobiliário; ou

b) R\$1.000.000,00 (um milhão de Reais), conforme atualizado anualmente pelo IGP-M a partir da data de publicação desta Instrução.”

2.2.2. Conceito de “lote único e indivisível”

Comentário:

A Minuta A estabelece que o “lote único e indivisível” é requisito para caracterizar um “grande lote”, em especial com o objetivo de impedir o “*esvaziamento do livro*”, conforme ressaltado no Edital. Apoiamos a sugestão dessa D. Comissão, mas entendemos que o conceito de lote único e indivisível deve ser esclarecido na minuta para exigir que apenas um dos lados da negociação apresente essa característica (comprador ou vendedor).

Em nossa visão, exigir que uma negociação de grande lote seja feita apenas de forma bilateral, sem permitir que um dos lados (comprador ou vendedor) seja pulverizado, poderia comprometer seriamente as chances de sucesso da proposta. Do ponto de vista prático, em considerando as características do mercado brasileiro, em muitos casos apenas um dos lados preencheria o conceito de “lote único e indivisível”, o que em nossa visão não mudaria a característica de “grande lote” da negociação e não importaria no esvaziamento do livro de ofertas.

Nesse sentido, entendemos que a preocupação dessa D. Comissão quanto ao “*esvaziamento do livro*” seria adequadamente endereçada por meio da definição do conceito de “lote único e indivisível” como aquele por meio do qual o lote em negociação, considerando pelo menos um dos lados da negociação (comprador ou vendedor), seja único e indivisível, podendo o outro lado ser pulverizado.

Também sugerimos que essa D. Comissão permita que os gestores de recursos realizem o grupamento de ordens de compra ou venda dentro do conceito de “lote único e indivisível” previsto acima. Trata-se de discussão já enfrentada por essa D. Comissão no âmbito da Audiência Pública SDM nº 04/2009, que resultou na Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 (“Instrução CVM nº 505/11”) na qual a antiga Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, (atual Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA), sugeriu que fosse (i) reconhecido em nível normativo o uso do chamado “gestor máster” (ou “conta máster”), isto é, um único gestor que mantém conta junto ao depositário central e consolida as ordens de compra e venda, para então dividir os lotes negociados entre os fundos por ele geridos; e (ii) estabelecido conceito de “especificação da ordem de compra ou venda” para permitir a identificação do comitente

final na mesma data em que realizada a respectiva negociação, por meio da especificação realizada em contas previamente cadastradas junto ao intermediário.

Em sua resposta ao comentário em questão, essa D. Comissão informou que “revisitou o art. 23 da Instrução e acredita ter atendido à preocupação da participante”. Nesse sentido, nota-se que o artigo 23 da Instrução CVM nº 505/11 estabelece o seguinte:

“Art. 23. É vedada a reespecificação de negócios, salvo nas hipóteses expressamente previstas neste artigo.

§ 1º O administrador de carteira, devidamente autorizado nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385, de 12 de dezembro de 1976, pode reespecificar o comitente em operações realizadas exclusivamente para as contas das carteiras e dos fundos de investimento administrados por ele, previamente cadastradas junto ao intermediário.” (grifamos)

Considerando a discussão havida no âmbito da Audiência Pública SDM nº 04/2009, entendemos que essa D. Comissão seria favorável ao grupamento de ordens de compra e de venda pelo mesmo administrador de recursos, por meio (i) da realização das operações como comitente único, por meio da “conta máster” dos administradores de recursos; e (ii) em um segundo momento, da reespecificação das ordens de compra e de venda realizada para os comitentes finais efetivos. Entendemos que essa permissão não traria qualquer efeito adverso à formação dos livros de ofertas, que é a principal preocupação dessa D. Comissão ao introduzir o conceito de “lote único e indivisível” para os grandes lotes e com a qual estamos de pleno acordo.

Com base nesse racional, sugerimos que o artigo 67 da Minuta A seja ajustado para prever expressamente que (i) o conceito de “lote único e indivisível” deve ser medido em relação a apenas um dos lados da negociação; e (ii) o grupamento de ordens de compra e venda por administrador de carteira, utilizando estrutura de “conta máster”, deve ser considerado válido para caracterização de “lote único e indivisível”.

Sugestão – Minuta A:

“Art. 67. (...)”

§ 1º Considera-se operação com grandes lotes aquela que atenda, cumulativamente, às seguintes condições: (...)

II – ocorra com lote único e indivisível de valores mobiliários, sendo assim considerado o lote em que todos os valores mobiliários objeto da ordem de compra ou da ordem de venda em questão:

a) sejam detidos pelo mesmo comitente final; ou

b) sejam geridos por um mesmo administrador de carteira, devidamente autorizado nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385, de 12 de dezembro de 1976, que pode reespecificar o comitente em operações realizadas exclusivamente para as contas das carteiras e dos fundos de investimento administrados por ele, previamente cadastradas junto ao intermediário, nos termos da regulamentação específica.”

3. OUTRAS SUGESTÕES DE AJUSTE ÀS MINUTAS

3.1. *Negociação com Base no Preço Médio Ponderado pelo Volume (VWAP)*

Nossos comentários neste ponto endereçam a sugestão dessa D. Comissão de inserir regras sobre *best execution* na Minuta C sob o ângulo da negociação de ativos listados com base no preço médio ponderado pelo volume (*volume-weighted average price* – “VWAP”); nesses casos, o preço somente é determinado no encerramento de cada pregão de mercado.

Entendemos que a negociação de ativos listados com base no VWAP é uma demanda antiga do mercado brasileiro e que poderia ser endereçada por essa D. Comissão na Minuta C, de modo a refletir esse tipo de operação na Instrução CVM nº 505/11.

Novamente recorrendo à experiência dos EUA, verifica-se que a SEC Rule 611 excepciona expressamente do conceito de *protected quotation* as negociações realizadas com preço que não é passível de determinação no momento da realização da negociação⁵. Nesse sentido, as negociações de ativos listados com base no VWAP não estão sujeitas à SEC Rule 611, tendo em vista que pela própria natureza desses ativos o seu preço não é determinável com base na negociação em bolsa, mas sim após o encerramento de cada pregão.

Ao transpor a regra em questão para o mercado brasileiro, acreditamos tratar-se de medida importante para injetar liquidez no mercado e fonte de “casamento” entre os preços de ativos listados (principalmente ações) com outros ativos cuja precificação é baseada nos ativos listados, e.g. quotas de fundos de investimento que tenham por objeto investimento em ativos listados (principalmente Fundos de Investimento em Ações – FIA). Vale ressaltar, ainda, que a permissão para negociação com base no VWAP é medida que contribui para a convergência dos preços no mercado para valores mais próximos dos preços médios de negociação.

Nesse sentido, entendemos que essa D. Comissão poderia considerar ajustes à Minuta C para prever exceção ao *best execution* em relação à negociação de ativos listados com base

⁵ Nos termos da SEC Rule 611, “§ 242.611 Order protection rule. (b) Exceptions. (...) (7) The transaction that constituted the trade-through was the *execution of an order at a price that was not based, directly or indirectly, on the quoted price of the NMS stock at the time of execution and for which the material terms were not reasonably determinable at the time the commitment to execute the order was made.*”

no VWAP, conforme ajuste sugerido ao artigo 1º da Minuta C, no que se refere ao artigo 19 da Instrução CVM nº 505, para refletir esse racional.

Sugestão – Minuta C:

“Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas melhores condições que o mercado permita, desde que iguais ou melhores que as indicadas pelo cliente.

(...)

§ 3º Não constitui violação do dever previsto no caput a execução de ordens que tenham por objeto ativos cujo preço de negociação não seja passível de determinação no momento da execução da ordem, incluindo, mas não se limitando, à negociação de valores mobiliários com base no preço médio ponderado pelo volume, determinado ao final de cada pregão.”

3.2. Derivativos de Ativos Listados

Também entendemos pertinente tecer comentários a respeito da negociação de derivativos de ativos listados, isto é, derivativos cujo ativo-objeto seja listado em bolsa de valores. Acreditamos que a discussão provocada pela publicação do Edital é oportunidade única para essa D. Comissão aperfeiçoar a regulamentação dos instrumentos derivativos, tendo em vista que parte dessas operações deixou de ser realizada no Brasil nos últimos anos (investidores migraram para mercados no exterior, como nos EUA).

O motivo principal pela migração de operações de derivativos de ativos listados para outros mercados é a falta de segurança para investidores com base na regulamentação vigente. Nessas operações, é inerente aos negócios o descasamento entre (i) o preço do ativo listado no momento da negociação, i.e. quando a ordem é colocada; e (ii) o preço no momento do registro, i.e. quando a bolsa de valores emite o código do ativo e envia a operação para liquidação na *clearing*.

Com base na regulamentação vigente, não há segurança jurídica para o registro dessas operações com base no preço dos ativos listados no momento da negociação. Como há um *delay* entre o momento da negociação e o momento do registro da operação (que depende da emissão do código do ativo), há uma natural variação nas cotações, o que afeta a precificação da operação como um todo. Assim, no momento do registro, as condições financeiras são modificadas, inviabilizando a negociação dos derivativos de ativos listados que dependem da criação de código específico para negociação.

Por outro lado, com base na proposta dessa D. Comissão nos termos das Minutas A e B, vislumbramos a possibilidade de permitir que seja previsto um mecanismo de registro prévio das condições financeiras dessas operações, no momento de sua negociação. O registro prévio em questão seria realizado em mercado de balcão organizado, modalidade de registro (artigo 96, inciso IV da Minuta A), observadas as seguintes condições:

- (i) o ativo-objeto do derivativo deve estar listado em bolsa de valores, com cotação disponível em tempo real;
- (ii) o derivativo em questão deve ser uma operação permitida no âmbito das regras da bolsa de valores na qual o ativo-objeto do derivativo esteja listado, de modo que possa ser processada e liquidada pela entidade de compensação e liquidação; e
- (iii) para que o mercado de balcão organizado esteja habilitado a realizar o registro prévio das condições financeiras da operação, os seus relógios devem estar sincronizados aos relógios da bolsa de valores na qual o ativo-objeto do derivativo esteja listado.

Nessas operações, acreditamos que a **sincronização de relógios** prevista por essa D. Comissão na Minuta A é instrumento fundamental para criação de uma trilha de auditoria confiável, permitindo a verificação e controle das condições financeiras pactuadas vis-à-vis os preços dos ativos listados, divulgados em tempo real. Segundo consta do Edital, o papel da sincronização de relógios é justamente “*permitir a reconstrução de eventos no mercado de valores mobiliários*” e “*padronizar o registro de data e hora dos eventos sobre os quais recaia alguma exigência regulatória em ambientes de negociação e seus participantes*”.

Ao utilizar o mercado de balcão organizado para registro prévio das condições financeiras, é possível (i) assegurar os preços de listagem dos ativos-objeto dos derivativos, no momento da sua negociação (por meio de *time stamp* realizado pelo mercado de balcão organizado); e (ii) com isso, permitir que os derivativos sejam processados e liquidados pela *clearing* ao preço de negociação apesar do lapso de tempo inerente entre (a) a negociação efetiva; e (b) a emissão do código do ativo pela bolsa de valores, que é condição para a liquidação da operação pela *clearing*.

Nesse sentido, sugerimos que o artigo 63 da Minuta A seja ajustado para refletir o racional exposto acima.

Sugestão – Minuta A:

Art. 63. É permitida a negociação simultânea de valores mobiliários em categoria de mercado organizado de valores mobiliários distinto daquele em que o emissor tem seus valores mobiliários listados, desde que tenha sido obtida a autorização referida no art. 61.

Parágrafo ~~único~~ 1º Operações com ações listadas em mercado de bolsa somente podem ocorrer em mercado de balcão organizado no segmento de grandes lotes.

(...)

Parágrafo 2º Operações com derivativos que tenham por ativo-objeto valores mobiliários listados em mercado de bolsa podem ter as suas condições financeiras previamente registradas em mercado de balcão organizado, observado que:

I – O mercado de balcão organizado que oferecer o registro prévio de condições financeiras de derivativos deve ter os seus relógios sincronizados com o mercado de bolsa em que o valor mobiliário utilizado como ativo-objeto esteja listado, observado o disposto no artigo 17 desta Instrução;

II – O mercado de balcão organizado só poderá registrar operações com derivativos listados que sejam permitidos nos termos das regras do mercado de bolsa em que o valor mobiliário utilizado como ativo-objeto esteja listado, observadas as regras de negociação do mercado de balcão organizado; e

III – Atendidos os critérios previstos neste parágrafo 2º, as operações serão processadas e liquidadas pela entidade de compensação e liquidação em estrita observância às condições financeiras previamente registradas em mercado de balcão organizado.”

Sendo o que cumpria para fins da presente, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários ou oportunos.

Atenciosamente,

André Duvivier – CEO
SL Tools Serviços de Informações Ltda.

ANEXO I

Planilha – Não Esvaziamento dos Livros de Ofertas

[Planilha Excel protocolada por e-mail junto a essa D. Comissão]