

Rio de Janeiro, 29 de julho de 2020.

Ao Superintendente Geral da CVM

Assunto: Alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Trata-se de proposta para converter em permanentes as alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) que regulamentam as ofertas *Retail Liquidity Provider* – RLP – no mercado futuro para os minicontratos de dólar americano e IBOVESPA. Tais alterações foram autorizadas por um período experimental de 12 meses na reunião do Colegiado nº 18/2019, realizada em 21 de maio de 2019, e implantadas a partir de 05 de agosto de 2019.

I. Histórico

A introdução das ofertas RLP no âmbito dos normativos de negociação da B3 decorreu da necessidade (i) de alteração dos critérios de aceitação para o registro de negócios diretos intencionais nos ambientes de negociação da entidade administradora, e (ii) de disciplinar operações em que a carteira própria do intermediário atua como contraparte do cliente.

A proposta apresentada foi submetida à consulta pública pela própria B3, o que permitiu a participação do mercado na construção normativa, e uma vez aprovada pela CVM, originou o Ofício Circular B3 19/2019-VOP por meio do qual a entidade administradora deu publicidade às alterações realizadas em seus normativos de negociação e esclareceu o mercado acerca do funcionamento do novo tipo de oferta.

As ofertas RLP criaram um mecanismo que valoriza a geração de fluxos de ordens de clientes, gerando incentivos para a promoção e o desenvolvimento da base de investidores e, conseqüentemente, da liquidez do mercado. Para

tanto, exclusivamente para as ofertas RLP, o critério de execução das ofertas passou a ser a combinação preço-intermediário-tempo.

Em síntese, as ofertas RLP apresentam as seguintes características:

- i. Funcionamento exclusivo no PUMA Trading System (Plataforma Unificada Multi Ativos) da B3;
- ii. Possibilidade de serem agredidas exclusivamente por ofertas de clientes do mesmo intermediário marcados com o *flag* de varejo;
- iii. Indicação, pelo intermediário, de quantidade de compra e/ou venda, com preço contínua e automaticamente ajustado pelo PUMA para o melhor preço de compra (*bid*) ou o melhor preço de venda (*ask*), ou seja, trata-se de uma oferta tipo *pegged*;
- iv. Considerando (i) o primeiro nível de preços do livro de ofertas em um dado instante; (ii) a presença de uma oferta RLP do intermediário no livro; e (iii) a chegada de uma oferta agressora de um cliente de varejo desse intermediário:

A oferta RLP tem prioridade para execução sobre todas as ofertas dos demais intermediários;

A oferta RLP não tem prioridade sobre ofertas de clientes do mesmo intermediário que possam ser fechadas pela oferta agressora (não preterição de clientes do intermediário emissor de ofertas RLP), salvo se cliente institucional expressamente concordar com a possibilidade de ser preterido.

- v. Limitação do número total de contratos negociados via RLP, o qual não poderá superar o percentual de 15% do total. Excluem-se dos cálculos do “volume total do instrumento” e do “volume de RLP” os contratos negociados pela conta própria do intermediário e incluem-se os contratos negociados pelos clientes desse intermediário.
- vi. Ausência de transparência pré-negociação, uma vez que oferta RLP somente pode ser agredida por ofertas de clientes do próprio intermediário; a divulgação de informações ao mercado (*market data*) ocorrerá imediatamente após o fechamento dos negócios, ou seja, não há redução de transparência pós-negociação;
- vii. Possibilidade de que um intermediário ou cliente atue como “consolidador” de fluxos agressores de ordens de varejo por meio de uma funcionalidade do PUMA; os intermediários interessados poderão estipular um preço a ser cobrado da contraparte “consolidadora” (prática conhecida como *payment for order flow*);
- viii. Restrição à utilização exclusivamente aos minicontratos futuros de dólar comercial (WDO) e de IBOVESPA (WIN).

A autorização para a implantação das ofertas RLP com as características acima em período experimental se fez acompanhar pelo estabelecimento de condições que deveriam ser cumpridas pelos intermediários. Dentre essas condições se destacam a garantia da transparência acerca do uso desse tipo de oferta por meio da publicação mensal de informações qualitativas e quantitativas[1] na página de cada intermediário na rede mundial de computadores. Ademais, a opção de ser contraparte de uma oferta RLP foi oferecida a todo cliente de varejo por meio de mecanismo de *opt-in*, tendo sido vedada a adesão como padrão, sem a manifestação expressa do cliente.

Ao rol de informações disponibilizado pelos intermediários, a B3 acrescentou métricas de risco associadas a operações regulares e de *day-trade*, incluindo a probabilidade de perda em operações de *day-trade* envolvendo minicontratos.

Durante o período experimental, a BSM fez a supervisão de práticas irregulares, tais como o represamento artificial das ordens de clientes e, em conjunto com a B3, a SMI monitorou as métricas definidas para fins de acompanhamento do desempenho da inserção das ofertas RLP.

As métricas objetivaram mensurar três aspectos durante o período de experimento: qualidade da formação de preço e do livro de ofertas; resultados para o investidor e resultados para os intermediários.

Com o objetivo de acompanhar eventuais impactos das ofertas RLP na formação do livro e nos preços dos negócios realizados, foram estabelecidas as seguintes métricas:

- i. Spread médio: O spread representa quanto um investidor tem de pagar para comprar e vender um ativo a mercado em determinado momento. Quanto menor o spread, menor será o custo do investidor na realização de uma operação de compra e venda;
- ii. Liquidez no primeiro nível de preço: o objetivo deste indicador é apurar a existência de liquidez suficiente para os investidores de lotes maiores ou em momentos de atuação simultânea de diversos investidores. De nada adianta um spread baixo se não houver quantidade suficiente no primeiro nível de preços para atender às ordens agressoras;
- iii. Aumento de liquidez considerando número de negócios, número de investidores e número de contratos: enquanto o objetivo das primeiras métricas é garantir a preservação de um livro de ofertas saudável, a liquidez tem por objetivo analisar eventual impacto da oferta RLP no crescimento dos mercados testados.

No que tange aos investidores, o foco foram os resultados obtidos. Para tanto, foram criadas as seguintes métricas:

- i. Vida média dos investidores nos produtos com RLP: avaliar se os investidores que começam a negociar os produtos com ofertas RLP se mantêm ativos ou logo deixam de atuar;
- ii. Percentual de clientes que param de operar produtos com RLP: verificar o percentual de investidores que abandonam as operações com produtos com ofertas RLP em relação ao número de entrantes no mercado;
- iii. Percentual de clientes que migram ou operam outros mercados: verificar se os investidores que começam operando produtos com ofertas RLP migram para outros investimentos dentro da entidade administradora do mercado de bolsa. Em outras palavras, o objetivo é verificar se estes produtos podem ser considerados uma porta de entrada para os investidores no mercado de valores mobiliários;
- iv. Percentual de clientes de registraram perdas no semestre: verificar o resultado dos investidores nos mercados escolhidos para implantação das ofertas RLP;
- v. Mediana dos resultados diários, em operações de *day-trade*, dos investidores que tiveram perda nos produtos que tenham a funcionalidade RLP: verificar o resultado dos investidores nos mercados com oferta RLP ativa;
- vi. Mediana dos resultados diários, em operações de *day-trade*, dos investidores que tiveram ganhos nos produtos que tenham a funcionalidade RLP: verificar o resultado dos investidores nos mercados oferta RLP ativa, enfocando os ganhadores.

Por fim, considerando que as ofertas RLP proporcionam incentivos para esforços de expansão do mercado pelos intermediários, foram analisadas as seguintes métricas relacionadas ao desempenho de intermediários aderentes às ofertas RLP:

Tempo médio de atuação dos intermediários utilizando a oferta RLP;

Percentual de tempo em pregão de ofertas RLP;

Resultado das operações com ofertas RLP para cada intermediário.

O resultado do monitoramento desses indicadores está detalhado na próxima seção deste Memorando.

II. Análise dos resultados

Conforme antecipado, a atuação sistemática de intermediário na contraparte de clientes em operações com minicontratos futuros de dólar e IBOVESPA

por meio do uso de negócios diretos intencionais, foi um dos motivadores da proposta de criação das ofertas RLP.

Esse fato merece destaque porque a utilização sistemática dos diretos intencionais afeta os dados da análise na medida em que, de certa forma, houve uma antecipação de alguns dos efeitos esperados para o período posterior a implantação das ofertas RLP.

No entanto, é importante destacar que a funcionalidade RLP corrigiu problemas que haviam sido identificados nas práticas anteriormente adotadas. Um exemplo é a eliminação da possibilidade de preterição de ofertas de clientes e a facilidade de supervisão, uma vez que a oferta RLP é uma funcionalidade da plataforma de negociação da B3 em vez de estar instalada no OMS do intermediário.

A. Com relação à qualidade do mercado, formação do preço e do livro de ofertas, foram analisadas três métricas:

1. Spread médio

É possível observar, nos gráficos disponibilizados pela B3, que a adoção da Oferta RLP não afetou o baixo nível de *spread* que já era praticado em ambos os produtos.

Em vista dos spreads já bem fechados que já eram identificados nas negociação dos contratos de Mini-Índice e Mini-Dólar no momento da implantação do RLP, a manutenção dos spreads nos mesmos níveis é positiva para o mercado pois indica que a implantação da oferta RLP não afastou dos investidores o interesse em participar ativamente dos respectivos livros de ofertas.

A análise sobre o primeiro trimestre de 2020 fica prejudicada pela alta volatilidade do período causada pela pandemia do Covid-19.

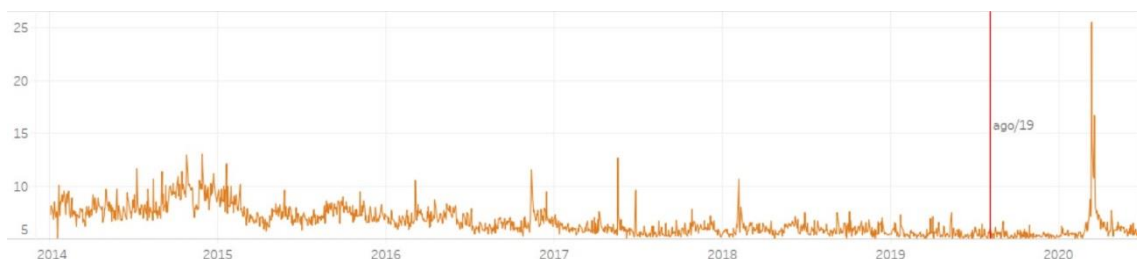


Figura 1: Evolução do spread médio diário negociado em Mini Índice (WIN) - 2015-2020

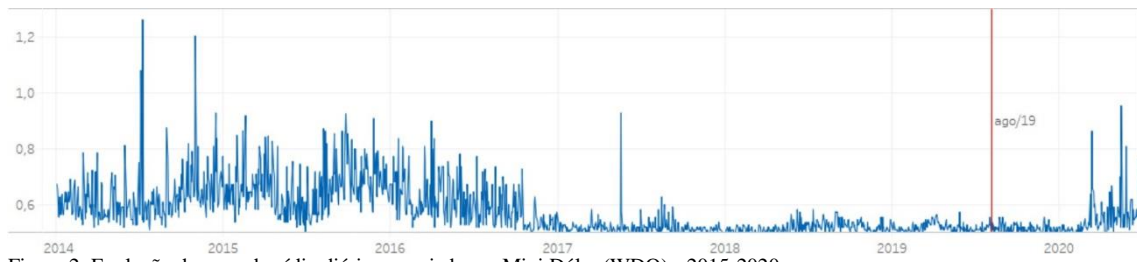


Figura 2: Evolução do spread médio diário negociado em Mini Dólar (WDO) - 2015-2020

b. Liquidez no primeiro nível de preço

Mais uma vez, é possível observar, nos gráficos apresentados pela B3, que a liquidez no primeiro nível de preço já vinha ganhando bastante liquidez desde o segundo trimestre de 2019, para o caso do Mini- Índice, e desde o segundo semestre de 2017, para o Mini-Dólar, situação que se manteve após a entrada em vigor da Oferta RLP.

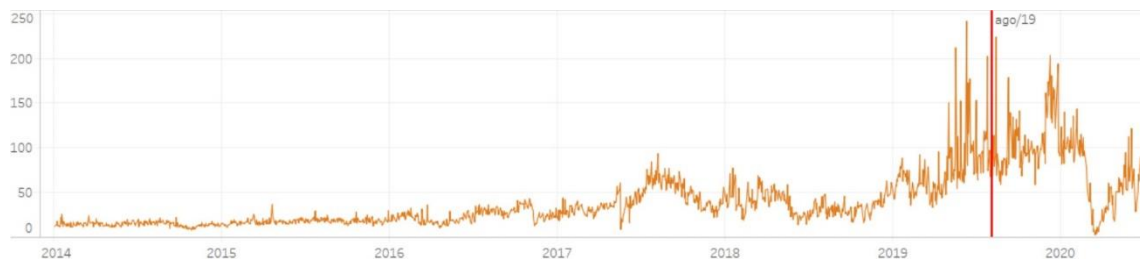


Figura 3: Evolução da liquidez no primeiro nível de preço no Mini Índice (WIN), em número de contratos - 2015-2020

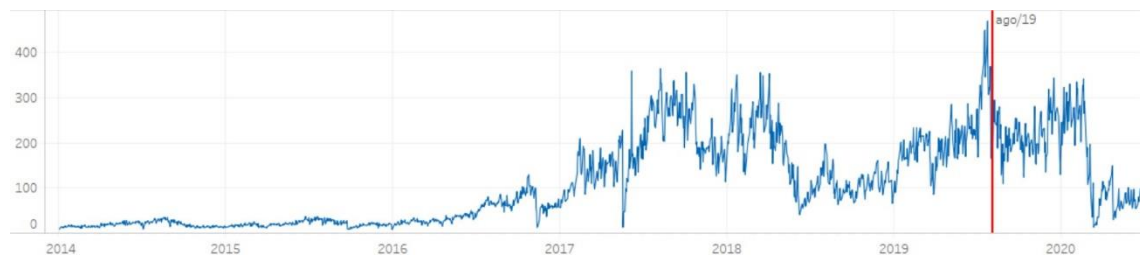


Figura 4: Evolução da liquidez no primeiro nível de preço no Mini Dólar (WDO), em número de contratos - 2015-2020

c. Liquidez considerando número de negócios, número de investidores e número de contratos

i. Número de negócios

O número de negócios diários, tanto na negociação dos contratos de Mini-Índice quanto no de Mini-Dólar, também apresentavam um enorme crescimento em 2018 e início de 2019, mesmo assim é possível notar um

substancial aumento na negociação desses contratos. É importante notar que a participação deste novo tipo de investidor aumentou em momentos de maior volatilidade, gerando liquidez em um período em que INRs e Institucionais drenam a liquidez das bolsas.

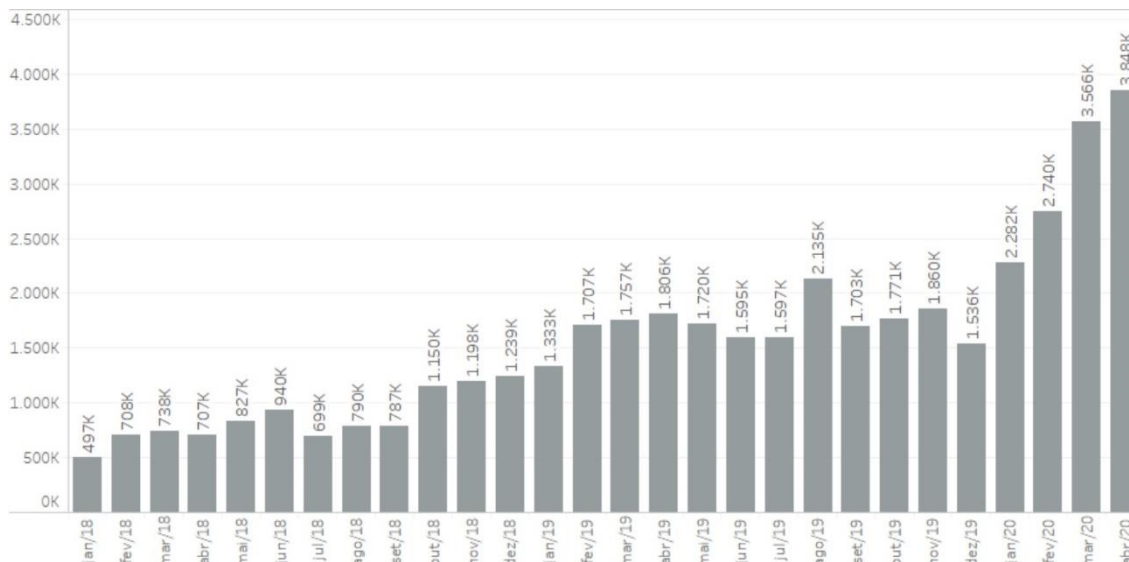


Figura 5: Evolução da média diária mensal do número de negócios no Mini Índice (WIN) – 2018-2020

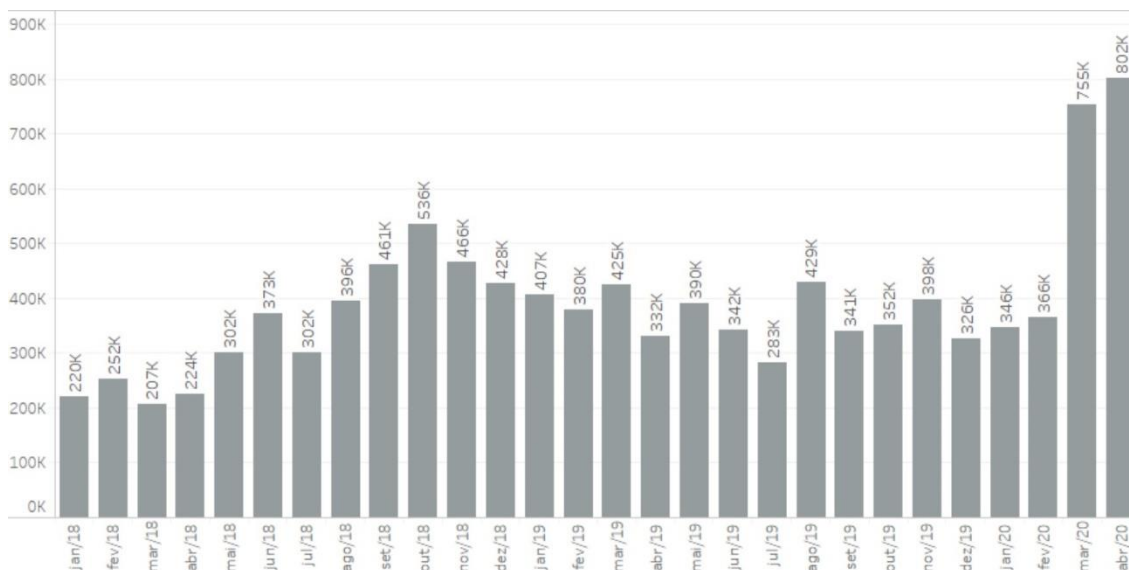


Figura 6: Evolução da média diária mensal do número de negócios no Mini Dólar (WDO) – 2018-2020

ii. Número de Investidores

É possível observar um crescimento no número de investidores nos contratos de Mini-Índice e Mini-Dólar. Verifica-se nos gráficos apresentados pela B3

abaixo, que mesmo após o expressivo crescimento ocorrido no decorrer de 2018 e início de 2019 há um relevante aumento de investidores atuando nestes produtos. Apurou-se um aumento do número de investidores: No caso do Mini-Índice, em janeiro de 2018, registrava-se o número de 27 mil investidores, esse número cresceu para 80 mil em julho de 2019 e para 149 mil em março de 2020. Já para o Mini-Dólar, os investidores passaram de 22 mil para 45 mil e depois para 91 mil, no mesmo período de tempo.

Deve-se ressaltar que tal crescimento foi acompanhado por um aumento no número de investidores da B3 como um todo. Podemos observar na tabela abaixo, também produzida pela B3, que o número de investidores atuantes no mercado mais que dobra entre os anos de 2018 e 2019. E, entre final de 2019 e junho de 2020 há um novo aumento de mais de 50%.

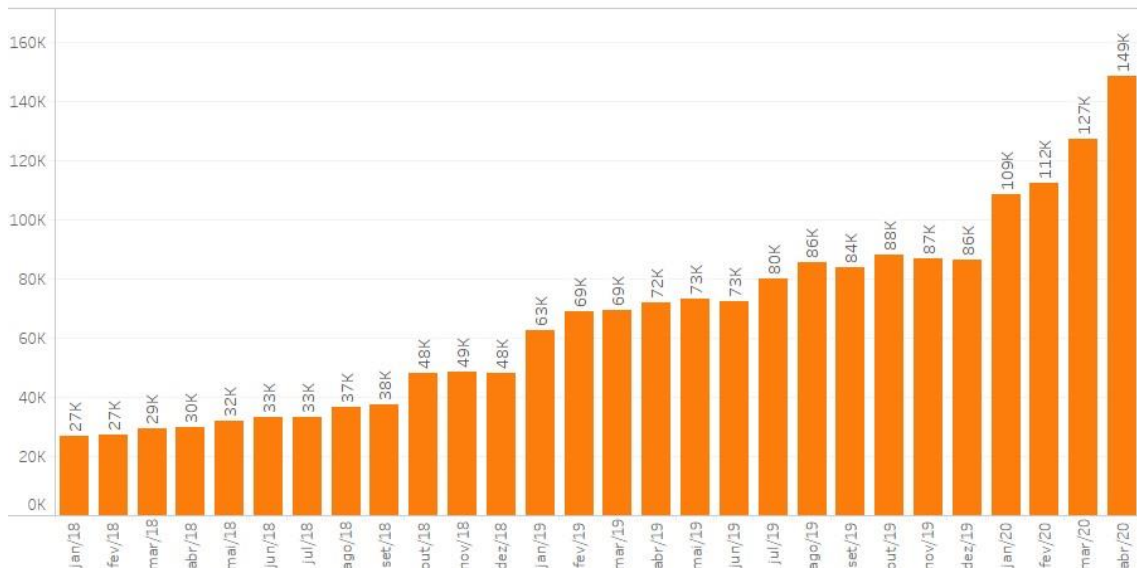


Figura 7: Evolução do número de investidores negociando ao mês no Mini Índice (WIN) – 2018-2020

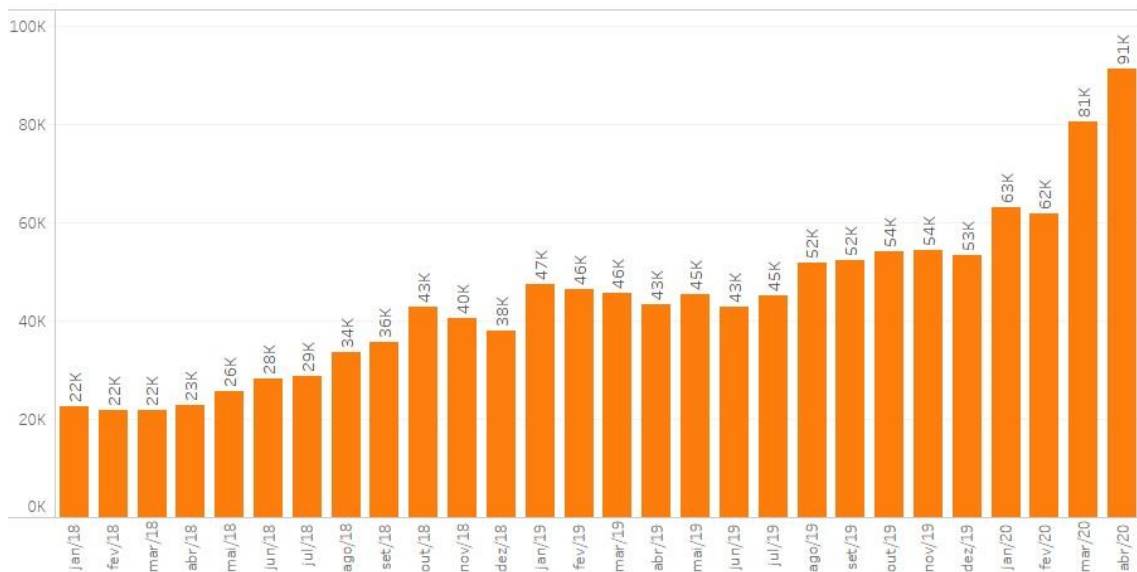


Figura 8: Evolução do número de investidores negociando ao mês no Mini Dólar (WDO) – 2018-2020

Distribuição da participação de homens e mulheres no total de investidores pessoa física					
Ano	Homens		Mulheres		Total PF
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd
2018	633.899	77,94%	179.392	22,06%	813.291
2019	1.292.536	76,89%	388.497	23,11%	1.681.033
2020*	2.000.810	75,53%	648.165	24,47%	2.648.975

Tabela 1: Evolução do número de investidores na B3 (*junho) – 2018-2020

iii. Número de Contratos negociados

Nos gráficos a seguir, é possível notar um aumento substancial do número de contratos negociados ainda no ano de 2018, passando, no caso de Mini Índice de 1,8 milhão de contratos para 4,3 milhões e, no caso de Mini Dólar, de 800 mil contratos para 1,6 milhão.

Apesar dessa base inicial já muito aumentada, durante o período de análise do RLP até abril de 2020, observa-se um significativo crescimento dessa negociação, ajudada também pelo crescimento do mercado como um todo e pela maior volatilidade do mercado.

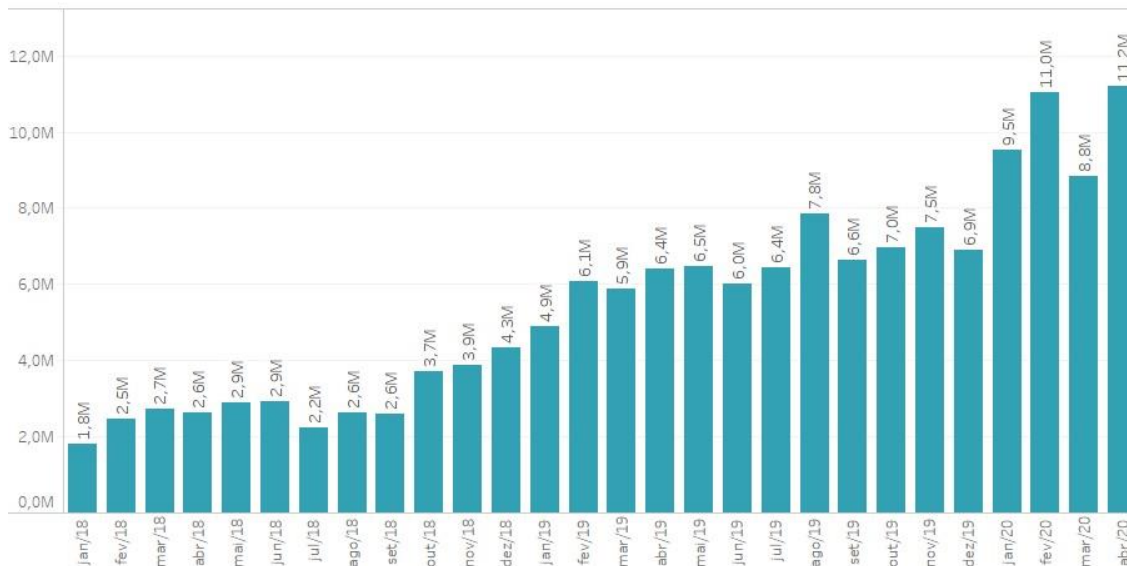


Figura 9: Evolução do número de contratos negociados, em média diária (ADV) no Mini Índice (WIN) | 2018-2020

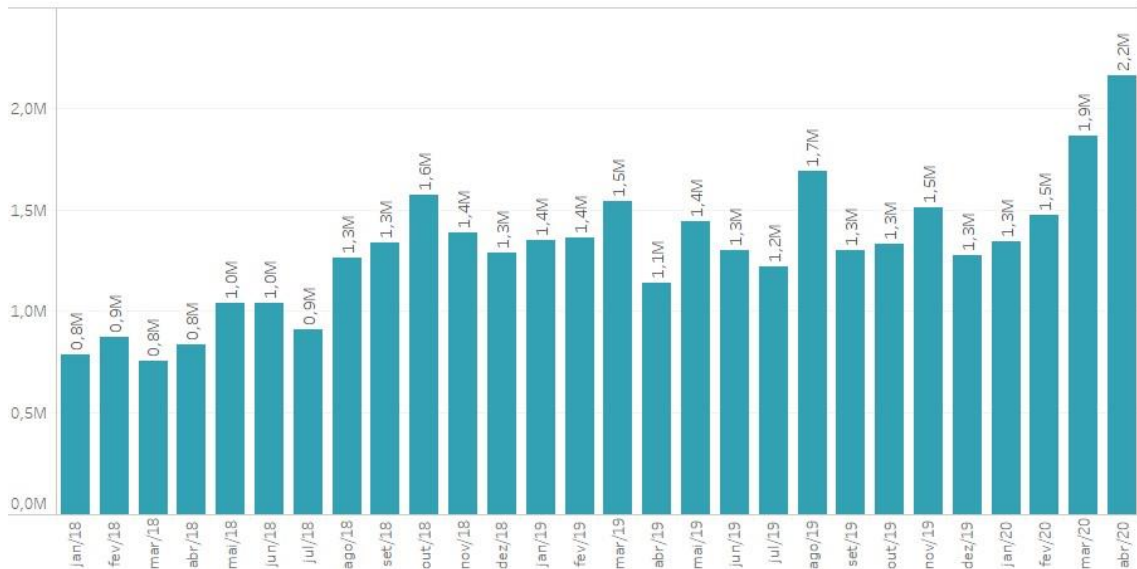


Figura 10: Evolução do número de contratos negociados, em média diária (ADV) no Mini Dólar (WDO) | 2018-2020

As três métricas relatadas acima, que retratam a qualidade do mercado, formação do preço e do livro de ofertas durante o período do experimento de 12 meses das ofertas RLP, apresentam um viés positivo, com uma manutenção dos baixos spreads, acompanhado de um aumento na liquidez no primeiro nível de preço, de investidores e de contratos negociados..

B. Com relação a análise do resultado para o investidor foram estipuladas seis métricas distintas

1. Vida média dos investidores nos produtos com RLP

A avaliação da retenção dos investidores durante o período de avaliação do RLP não é muito evidente, mesmo porque somente em agosto de 2019 os investidores que começaram a atuar nos primeiros dias do RLP estão completando um ano de mercado. O que podemos observar, pelo gráfico abaixo, que a safra de 2019 apresenta resultado similar a 2016, ante uma maior retenção em 2017 e 2018. Veja que no ano de 2016 (linhas vermelhas) o número de investidores atuantes a pelo menos 12 meses nos produtos era inferior a 30%. Nos anos de 2017 (linhas verdes) e 2018 (linhas azuis), esse percentual sobe para algo próximo de 35%, mas nos anos de 2019 (linhas laranjas) e 2020 (linhas lilases), esses percentuais ficam próximos aos limites inferiores.

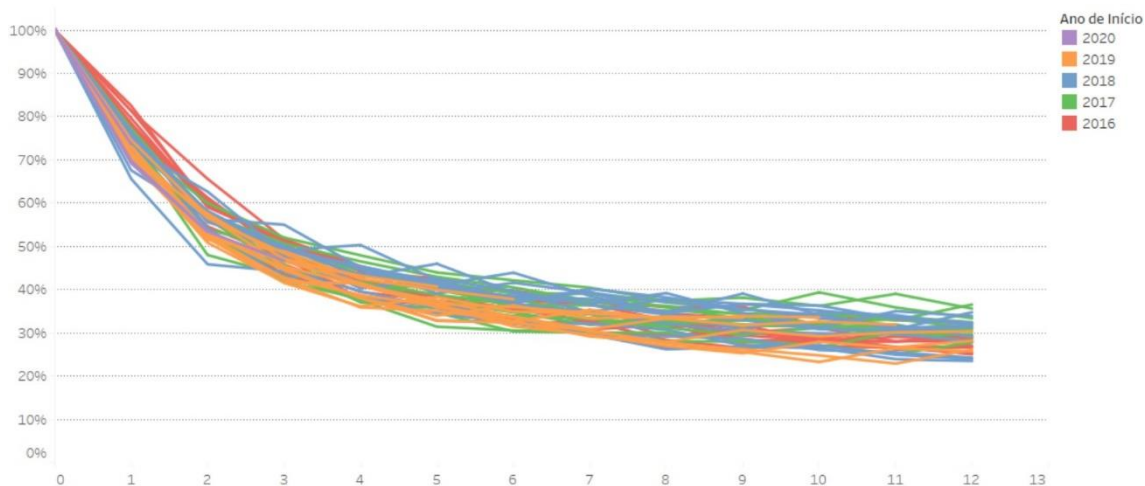


Figura 11: Evolução da vida média dos investidores operando mini contratos (WIN + WDO) | por ano de entrada no mercado | acompanhamento nos primeiros 12 meses de atuação

2. Percentual dos clientes que pararam de operar produtos com RLP

Podemos observar, na figura abaixo, que o percentual de clientes que permaneceram nos produtos diminuiu, ou ficou em percentuais muito próximos, nos meses após a implantação da Oferta RLP, quando comparados com os meses anteriores.

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
jan/18	100%	74%	58%	49%	45%	42%	38%	38%	35%	39%	34%	31%	35%
fev/18	100%	76%	58%	50%	45%	40%	39%	37%	39%	35%	31%	35%	34%
mar/18	100%	75%	58%	50%	43%	41%	37%	40%	34%	31%	35%	34%	32%
abr/18	100%	75%	58%	49%	45%	41%	44%	39%	35%	37%	36%	33%	32%
mai/18	100%	75%	56%	50%	43%	46%	39%	35%	38%	37%	35%	34%	32%
jun/18	100%	74%	58%	49%	50%	42%	37%	40%	38%	36%	33%	32%	29%
jul/18	100%	76%	56%	55%	45%	39%	42%	39%	37%	35%	34%	31%	32%
ago/18	100%	73%	63%	48%	40%	42%	40%	36%	34%	33%	31%	31%	31%
set/18	100%	77%	54%	43%	44%	41%	37%	35%	32%	30%	30%	30%	28%
out/18	100%	66%	46%	44%	38%	35%	32%	30%	26%	27%	26%	24%	23%
nov/18	100%	68%	57%	48%	41%	37%	34%	29%	29%	29%	26%	25%	24%
dez/18	100%	72%	54%	45%	40%	36%	32%	32%	31%	27%	27%	25%	24%
jan/19	100%	72%	53%	44%	38%	33%	32%	31%	28%	26%	25%	23%	26%
fev/19	100%	71%	53%	43%	36%	35%	33%	29%	28%	26%	23%	26%	26%
mar/19	100%	71%	52%	43%	39%	36%	31%	30%	27%	25%	28%	27%	28%
abr/19	100%	70%	52%	47%	42%	36%	34%	30%	28%	31%	29%	30%	30%
mai/19	100%	72%	57%	48%	41%	37%	34%	31%	33%	32%	33%	32%	32%
jun/19	100%	75%	57%	45%	41%	36%	33%	35%	33%	34%	34%		
jul/19	100%	73%	53%	45%	38%	34%	36%	33%	34%	33%			
ago/19	100%	70%	52%	42%	36%	38%	35%	34%	34%				
set/19	100%	71%	51%	42%	41%	37%	36%	35%					
out/19	100%	70%	52%	49%	42%	40%	38%						
nov/19	100%	70%	58%	47%	43%	41%							
dez/19	100%	73%	53%	47%	43%								
jan/20	100%	70%	53%	47%									
fev/20	100%	69%	53%										
mar/20	100%	74%											
abr/20	100%												
Média	100%	72%	55%	47%	42%	38%	36%	34%	33%	32%	31%	30%	29%

Prazo Relativo
■ Abaixo da média
■ Próximo da média
■ Acima da média

Figura 12: Evolução da vida média dos investidores operando mini contratos (WIN + WDO) | por ano/mês de entrada no mercado | acompanhamento nos primeiros 12 meses de atuação

3. Percentual de clientes que migram ou operam outros mercados

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
jan/18	14%	17%	19%	20%	22%	23%	24%	25%	26%	28%	29%	30%	32%
fev/18	11%	15%	17%	19%	21%	22%	24%	24%	26%	28%	28%	30%	31%
mar/18	12%	14%	17%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	28%	29%
abr/18	11%	14%	17%	18%	19%	21%	23%	24%	25%	27%	28%	29%	31%
mai/18	12%	15%	17%	19%	20%	22%	24%	25%	27%	29%	30%	31%	32%
jun/18	11%	13%	15%	16%	19%	21%	22%	24%	25%	27%	28%	29%	30%
jul/18	10%	14%	16%	19%	21%	21%	24%	26%	28%	29%	30%	31%	32%
ago/18	11%	15%	19%	20%	22%	24%	26%	27%	28%	29%	30%	32%	33%
set/18	17%	22%	24%	25%	27%	29%	30%	31%	32%	33%	35%	36%	37%
out/18	34%	37%	38%	40%	42%	43%	44%	45%	46%	47%	49%	49%	50%
nov/18	34%	37%	40%	41%	43%	44%	45%	46%	47%	49%	50%	51%	52%
dez/18	29%	34%	36%	38%	40%	41%	42%	44%	45%	46%	47%	48%	49%
jan/19	32%	36%	39%	41%	42%	43%	44%	46%	47%	48%	49%	50%	51%
fev/19	27%	32%	34%	36%	38%	39%	41%	42%	43%	44%	45%	46%	47%
mar/19	22%	26%	28%	30%	32%	34%	35%	37%	38%	39%	40%	42%	45%
abr/19	18%	21%	23%	26%	29%	30%	32%	33%	34%	36%	37%	41%	42%
mai/19	13%	17%	20%	23%	25%	27%	28%	29%	31%	33%	36%	38%	
jun/19	11%	15%	19%	21%	23%	25%	26%	28%	29%	33%	35%		
jul/19	14%	19%	22%	24%	25%	26%	29%	30%	34%	35%			
ago/19	17%	21%	24%	26%	27%	29%	31%	35%	37%				
set/19	14%	18%	20%	22%	25%	26%	31%	32%					
out/19	14%	18%	20%	23%	25%	29%	31%						
nov/19	12%	16%	19%	22%	27%	28%							
dez/19	14%	20%	22%	28%	30%								
jan/20	16%	20%	27%	29%									
fev/20	14%	22%	25%										
mar/20	26%	30%											
abr/20	16%												

Figura 13: Evolução dos investidores que migraram ou operaram outros produtos | por mês/ano de entrada no mercado | acompanhamento nos primeiros 12 meses de atuação

O Gráfico acima foi elaborado com perspicácia, pois permite uma comparação entre investidores que tiveram períodos de experiência similares e, analisando o resultado de Janeiro de 2018 em comparação com as “safras” de investidores que entraram no mercado durante a vigência das ofertas RLP (últimos valores das colunas de 0 a 9) verifica-se um expressivo aumento nessa migração (foram identificadas em azul as safras de 2 a 6 meses de Janeiro de 2018 e, em vermelho, de 2 a 6 meses de durante a vigência do experimento. Verifica-se na comparação destes investidores a seguinte relação nas safras de 2 a 6 meses de 2018 vc o período de experimento: 2 meses: 19% para 25%, 3 meses: 20% para 29%, 4 meses: 22% para 30%, 5 meses: 23% para 28%, e 6 meses: 24% para 31%.

4. Percentual de clientes que registraram perdas no semestre

Observa-se no gráfico abaixo, que o percentual de clientes que registraram perdas no semestre nos contratos Mini-Índice e Mini-Dólar não apresentou variação estatística relevante com o advento da Oferta RLP. Registre-se que os produtos não parecem ser adequados aos clientes pessoas físicas, visto o altíssimo percentual de clientes que registram perdas. De toda maneira, não se pode afirmar que a Oferta RLP contribuiu para alterar as perdas dos clientes.



Figura 14: Mini Índice - Investidores com ganhos/perdas no semestre



Figura 15: Mini Dólar - Investidores com ganhos/perdas no semestre

5. Mediana dos resultados diários, em operações day trade dos investidores que tiveram ganho/perda nos produtos do experimento RLP – Itens “e” e “f”.

Pode-se observar, na figura 16, onde são apresentados os resultados diários para Mini Índice, que não há alteração significativa das perdas e ganhos dos investidores com a entrada da oferta RLP. Na figura 18, onde são apresentados os resultados mensais para Mini Índice a situação parece bem similar.

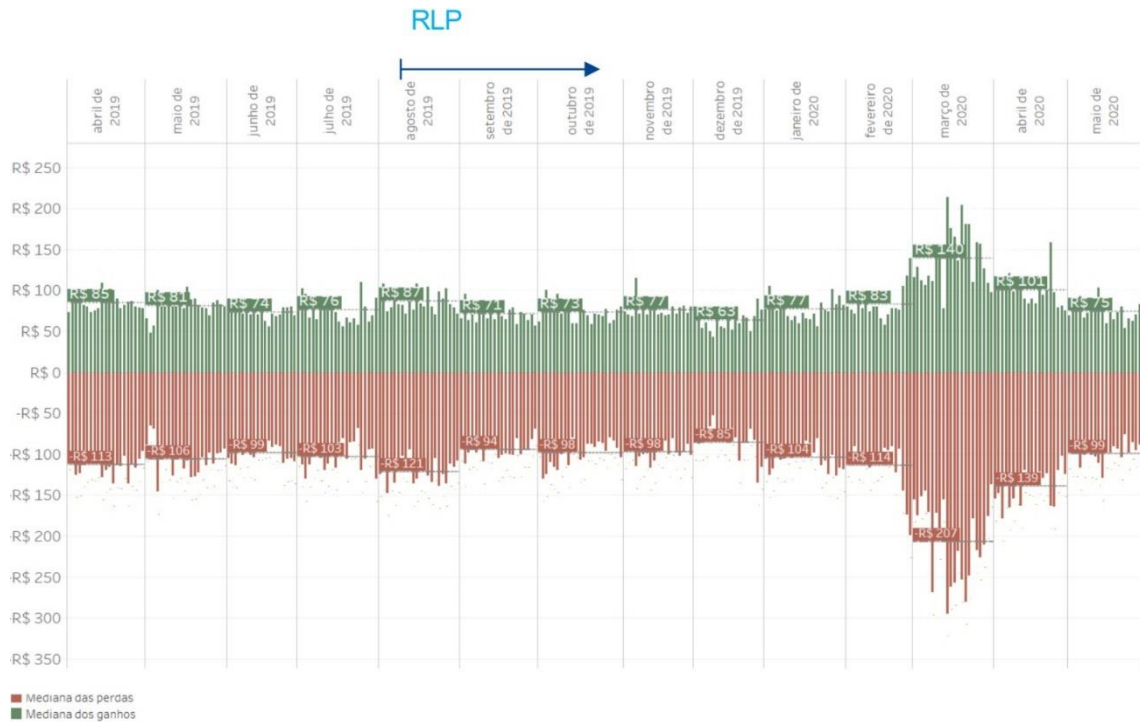


Figura 16: Mini Índice - Mediana dos resultados diários dos investidores que tiveram ganho/perda

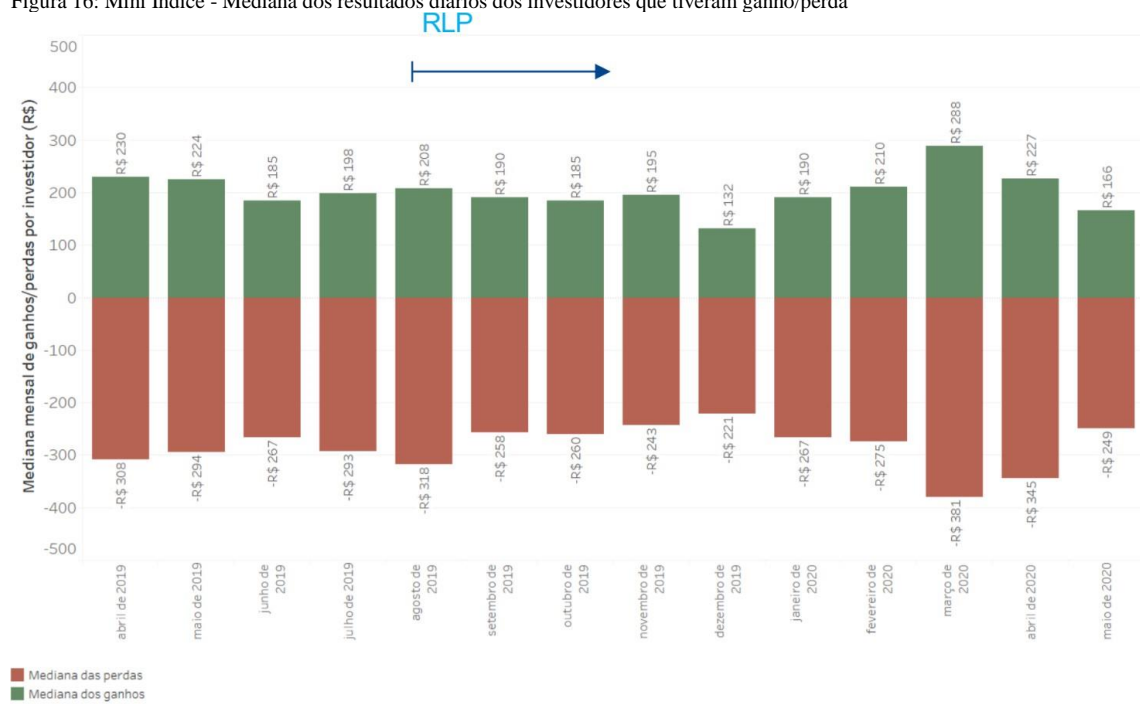


Figura 17: Mini Índice - Mediana dos resultados mensais dos investidores que tiveram ganho/perda

Já nas figuras 18 e 19, onde são apresentados os resultados diários e mensais para Mini Dólar, percebe-se uma situação similar ao encontrado no Mini Índice.

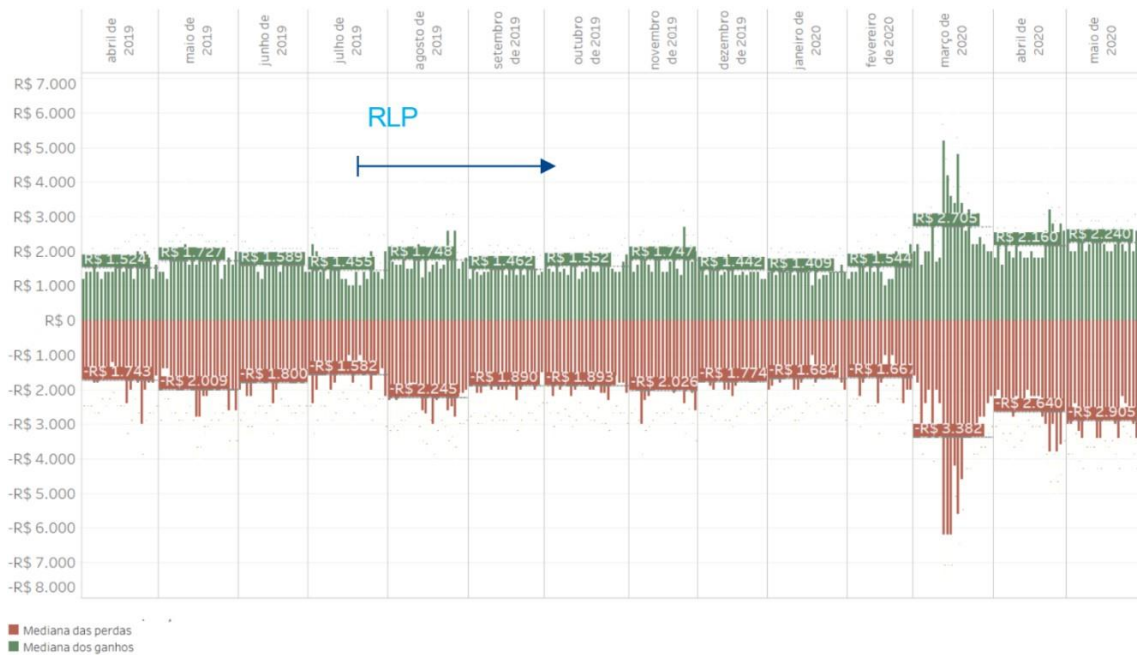


Figura 18: Mini Dólar - Mediana dos resultados diários dos investidores que tiveram ganho/perda



Figura 19: Mini Dólar - Mediana dos resultados mensais dos investidores que tiveram ganho/perda

Analisando as 6 métricas relativas aos investidores durante o período do experimento de 12 meses das ofertas RLP não se pode notar ganhos ou perdas expressivos com a implementação do mecanismo para os investidores.

C. Acompanhamento da atuação e dos resultados do produto para os intermediários

1. Tempo médio de atuação dos intermediários utilizando a oferta RLP

Pode-se observar, nos gráficos a seguir, que as corretoras atuaram por meio de Ofertas RLP entre 80% a 90% do tempo de sessão de negociação. Esse

percentual pode sofrer influência de diferentes variáveis, como a presença ou não de clientes da corretora no livro, gerenciamento de risco da própria corretora, ou mesmo a limitação de volume máximo negociado por meio de oferta RLP.

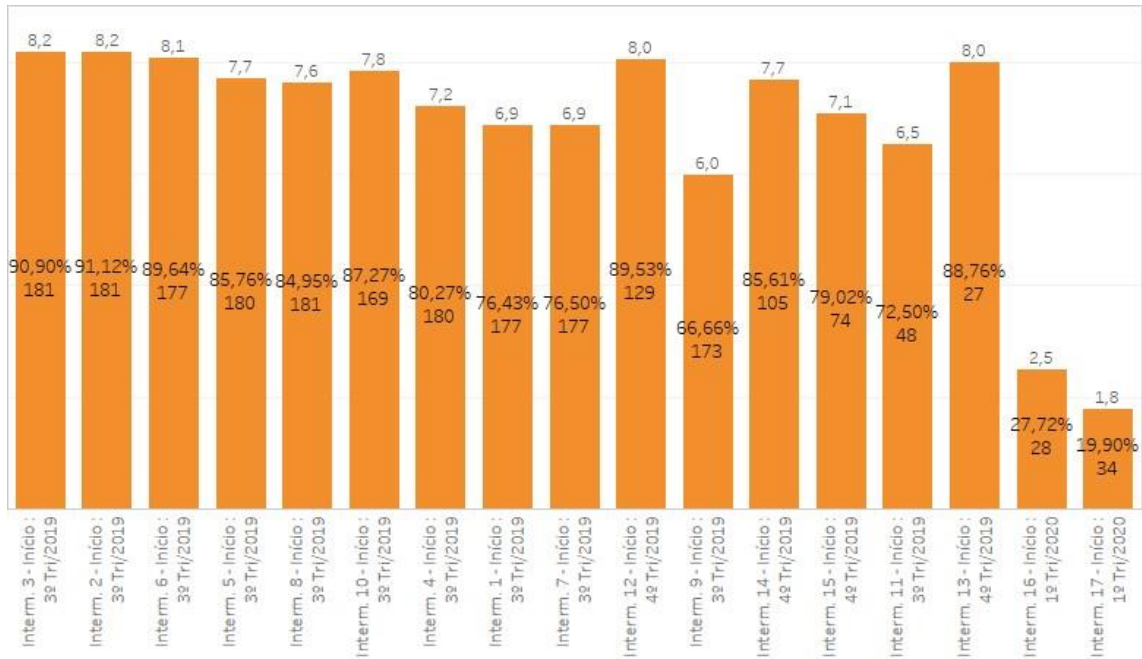


Figura 20: Tempo médio /dia de atuação das corretoras usando oferta RLP | Mini Índice (WIN) | desde ago/2019

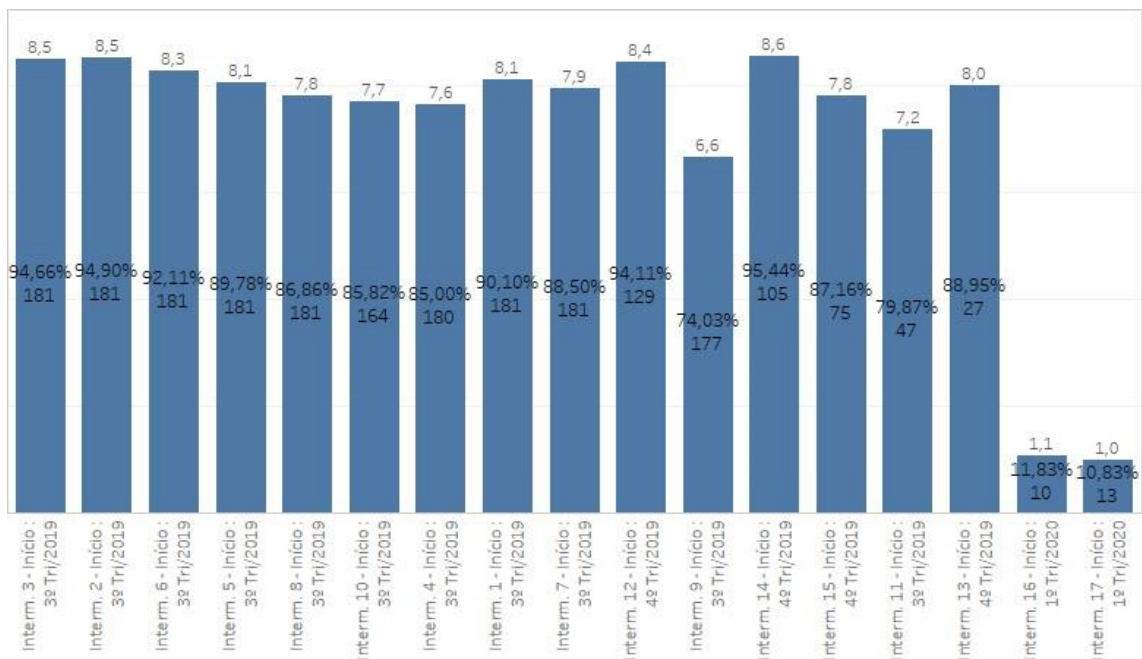


Figura 21: Tempo médio/dia de atuação das corretoras usando oferta RLP | Mini Dólar (WDO) | desde ago/2019

2. Percentual de tempo em pregão de ofertas RLP.

O gráfico a seguir evidencia a atuação constante dos intermediários, com exceção ao período de maior volatilidade, entre os dias 12 e 18 de março, que

dever ser vistos com ressalva em razão da situação mundial relativa ao auge da incerteza nos mercados por conta da Pandemia de Covid-19.



Figura 22: Tempo em tela de ofertas RLP | por participante e produto

3. Resultado das operações RLP para cada intermediário

Pode-se perceber que as operações de RLP se tornaram rapidamente um importante componente de receita para os intermediários. Pode-se observar, nas tabelas abaixo, a média diária de P&L tanto para Mini índice quanto para Mini Dólar. Para o intermediário com melhor resultado, isto representou um P/L de mais de R\$ 1 Milhão por dia, ou seja, mais de R\$ 250 milhões no ano.

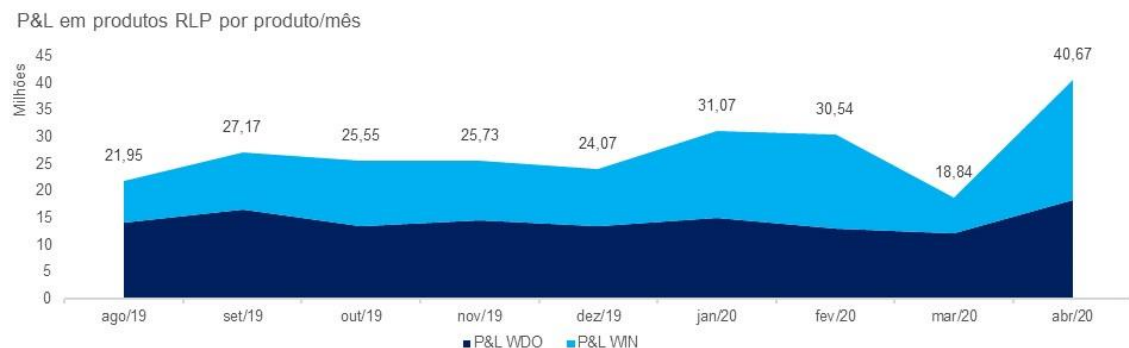


Figura 23: P&L dos intermediários em produtos RLP (WDO/WIN)

Analisando as 3 métricas relativas aos intermediários durante o período do experimento de 12 meses das ofertas RLP nota-se um expressivo ganho para os intermediários com a implementação do mecanismo, com uma forte presença média diária, mas com algumas interrupções na atuação em momentos de alta volatilidade.

4. **Algumas métricas adicionais foram colhidas para melhor embasar futuras decisões.**

a. **Market Share dos intermediários e demais investidores**

Pode-se observar, no gráfico abaixo, que não houve uma concentração de Market share entre as corretoras que utilizam o RLP. Tal situação permite inferir que o aumento da liquidez gerou uma atração para todo o mercado e não somente para as corretoras que utilizam do mecanismo.

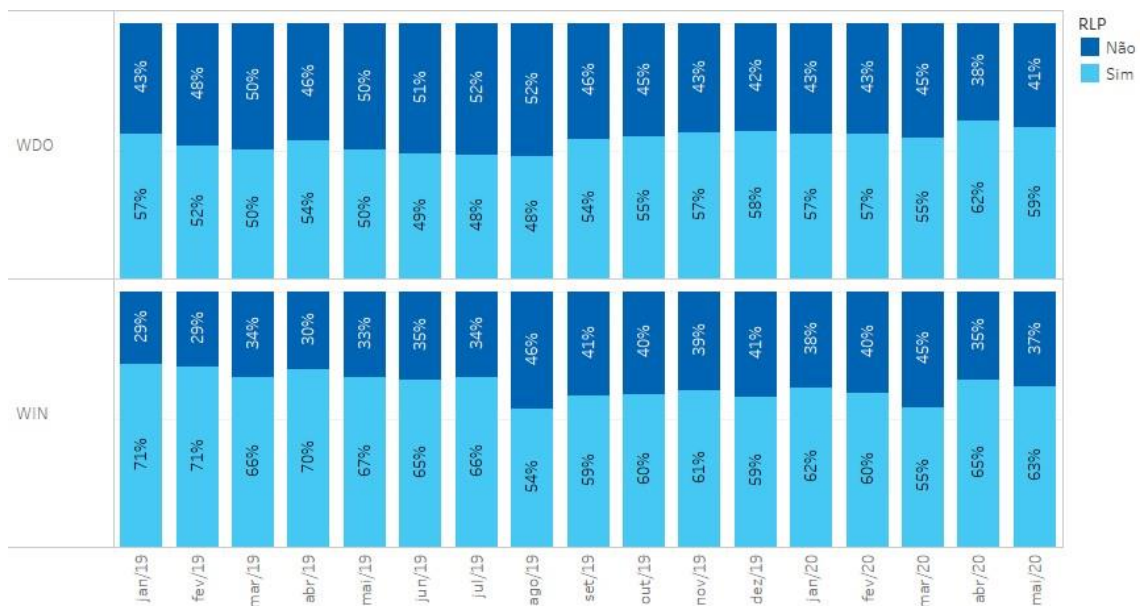


Figura 24: Market Share (número de contratos negociados) dos intermediários com e sem RLP

Média diária de ago/19 a abr/20		
Intermediários	P&L WDO	P&L WIN
Intermediário 1	17,7	12,8
Intermediário 2	5,1	5,9
Intermediário 3	20,4	11,4
Intermediário 4	581,8	471,3
Intermediário 5	-1	0,9
Intermediário 6	75,8	108,3
Intermediário 7	16,4	20
Intermediário 8	0	-0,2
Intermediário 9	8,7	4,8
Total	724,9	635,2

Resultado em milhares de Reais

Tabela2: Resultado diário dos intermediários



Figura 25: Mini Dólar - Evolução do ADV dos intermediários com e sem RLP

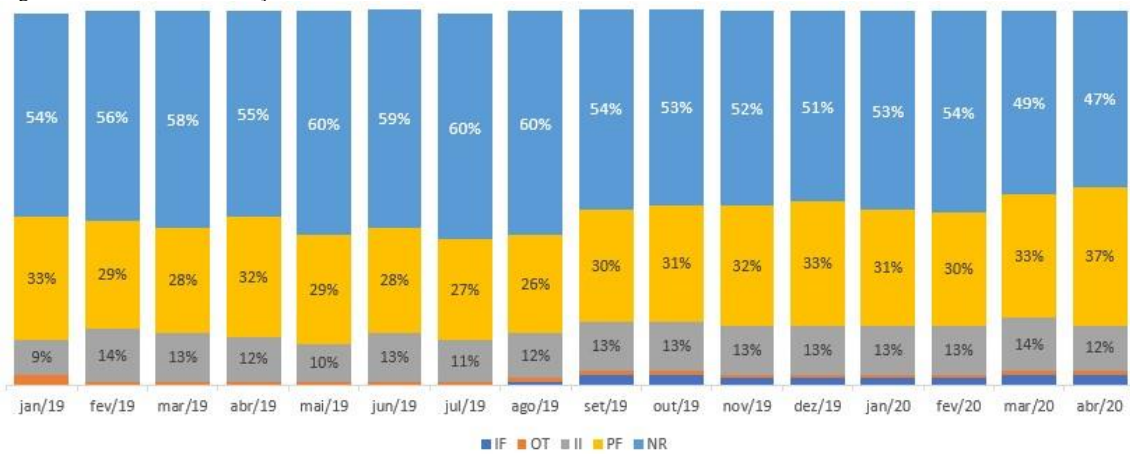


Figura 26: Mini Dólar - Breakdown por tipo de investidor

O gráfico acima, demonstra que no período de vigência das Ofertas RLP há um aumento da participação de Pessoas Físicas e em detrimento dos INRs no mercado de Mini Dólar.

A mesma análise feita acima, para os contratos de Mini-Dólar, é feita a seguir para Mini-Índice. Neste caso podemos notar que no momento de lançamento do RLP o Volume das corretoras que operam RLP cresceu em menor proporção, do que as corretoras que não operam RLP.



Figura 27: Mini Índice - Evolução do ADV dos intermediários com e sem RLP

Já o gráfico abaixo, que replica o estudo da figura 28, apresenta resultado bem similar nos contratos de Mini-Índice, onde se pode notar um pequeno aumento da participação de Pessoas Físicas em relação aos INRs.

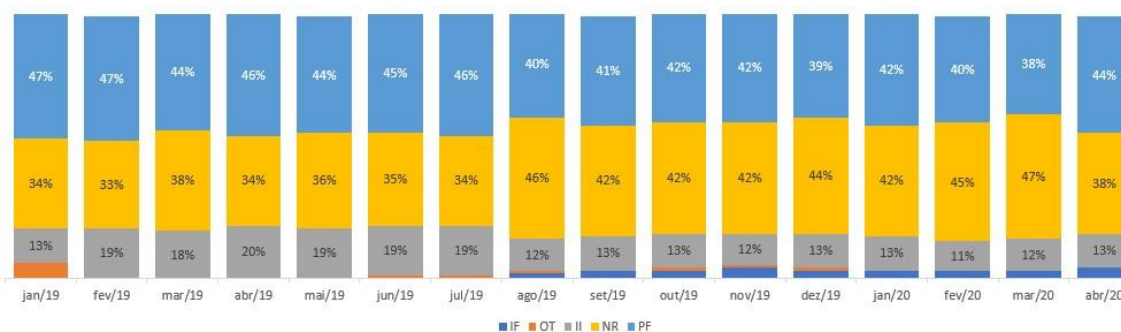


Figura 28: Mini Índice - Breakdown por tipo de investidor

D. Dos controles sobre a atuação dos intermediários

Além do acompanhamento das métricas acima, foi feita a supervisão dos intermediários que utilizaram o RLP para verificação do atendimento das regras e limites determinados pela regulamentação da B3 e da CVM.

A BSM realizou a análise de logs e tempos divulgados pelos intermediários, eventual represamento de ordens e a supervisão de práticas abusivas.

A conclusão do relatório reportou que:

“O uso do RLP está limitado a 15% do volume total negociado em WIN e WDO. Considerando que o objetivo dos quatro indicadores é identificar possíveis operações com o propósito de manipular o limite de utilização de negociação de RLP, não identificamos irregularidades no período, conforme justificativa a seguir.

A tabela a seguir apresenta a quantidade de contratos negociados em todas as séries de WIN e WDO em relação a quantidade de contratos identificados nas ocorrências de OMC, Day trade, OMG e Arbitragem, no período de agosto de 2019 a maio de 2020.

A Tabela mostra que, no período de Agosto de 2019 a Maio/2020, em 0,39% dos minicontratos de dólar e 0,58% dos minicontratos de índice foram considerados como atípicos, volume proporcionalmente pequeno para influenciar os critérios de negociação do RLP.

Assim, identificamos os outliers nos indicadores: (i) recorrência de OMC; (ii) operações de day trade com baixo ou sem resultado financeiro (iii) recorrência de OMG e (iv) arbitragem com baixo ou sem resultado financeiro conforme apresentado. Concluimos que o impacto nos limites máximos de utilização da oferta RLP não se mostrou relevante, e que as operações descritas não foram realizadas de forma intencional com propósito de aumentar do volume total negociado de WIN e WDO.”

Tais análises não identificaram falhas relevantes na atuação dos intermediários e eventuais irregularidades pontualmente identificadas foram apuradas ainda no âmbito do autorregulador, ainda que se pesa a baixíssima relevância dos achados.

Foi realizado ainda, uma auditoria nos intermediários que se utilizaram do RLP, não havendo problemas relevantes que afetem as conclusões sobre continuidade ou não do produto.

E. DA DIVULGAÇÃO DAS OFERTAS RLP NO MARKET DATA DE PRÉ-NEGOCIAÇÃO

Foi solicitada à B3 a análise do impacto da divulgação das ofertas RLP no Market data de pré-negociação que assim se manifestou:

“Em relação à solicitação para avaliar se seria adequado “viabilizar a inclusão de ofertas RLP no market data pré-negociação”, prevista na decisão do Colegiado da CVM de 21/05/2019, que aprovou a oferta RLP em seu período experimental, a B3 realizou interações com as corretoras, de forma a avaliar os benefícios e riscos associados a tal implementação. Nesse processo, foram levantadas as questões abaixo.

A divulgação das informações nos canais atuais de market data poderia induzir o investidor a erro, uma vez que nem toda a liquidez apresentada no livro estaria disponível para todos os investidores. Ou seja, por exemplo, o investidor poderia enviar uma ordem com a expectativa de que ela fosse ser integralmente atendida e o resultado poderia ser diferente, em função dele não ser cliente de uma corretora específica. Neste caso, ele teria uma execução pior do que a esperada. Esse efeito poderia acabar gerando incerteza e piora no processo de negociação. Cabe destacar que, com a dinâmica atual

da oferta RLP, o efeito é exatamente o contrário. O investidor tem a possibilidade de obter uma execução melhor ou igual àquela disponível no livro central de ofertas.

A divulgação em um livro separado também parece resultar em efeitos adversos para o mercado. A publicidade das ofertas aumenta o risco para as contas RLPs, uma vez que os investidores poderão tentar mapear os comportamentos dessas contas, dado que possuem uma “única” estratégia. Com isso, outros investidores passarão a incluir essas informações mapeadas em seus processos decisórios, o que pode representar riscos de prejuízo às corretoras. O resultado possível dessa mudança é uma redução do tamanho das ofertas enviadas pelas contas RLPs e, conseqüente, redução de liquidez para os investidores, em especial em momentos de maior volatilidade.

Adicionalmente, conforme discutido com essa i.CVM, de acordo com a “Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, de maio de 2017 (disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD623.pdf>), o Princípio 35 do “Objectives and Principles of Securities Regulation”, de maio de 2017 (disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>), discorre acerca das condições e do nível de transparência pré-negociação e pós-negociação a serem atendidas por entidades administradoras do mercado e reguladores.

Não obstante, nos “Key Findings” do Sumário Executivo do “IOSCO Standards Implementation Monitoring (ISIM) on Secondary and Other Market Principles”, de fevereiro de 2019 (disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD623.pdf>), ao tratar do Princípio 35, a IOSCO menciona que exceções à transparência em tempo real são permitidas na maior parte das jurisdições, devendo ser admitidas desde que definidas com clareza e que o regulador tenha acesso a todas as informações a elas relacionadas.

Dessa forma, considerando o exposto acima, entendemos que a manutenção da forma em que está implementada a oferta RLP seja o mais adequado para o mercado e para os investidores.”

A SMI concorda com as conclusões da B3 e entende que a exibição das ofertas RLP no Market data causará mais dano ao mercado que benefício.

III. CONCLUSÃO

Ao analisarmos os grupos de indicadores propostos, identificamos os seguintes efeitos após implantação da oferta RLP, por tipo de participante:

Mercado e B3: Inicialmente é importante frisar que não se esperava uma melhora na métrica referente ao Spread, mas sim temia-se uma piora desse indicador. Neste contexto podemos afirmar que as 3 métricas referentes aos mercados foram positivas, com a manutenção dos Baixos Spreads, aumento de número de Investidores e de Negócios.

Investidores: Analisando as 6 métricas relativas aos investidores durante o período do experimento de 12 meses das ofertas RLP não se pode notar ganhos ou perdas expressivos com a implementação do mecanismo para os investidores, com exceção da melhora no indicador da migração de investidores para outros produtos e no aumento do percentual dos investidores que param de operar o produto. Tal indicador é especialmente relevante quando se concebe o RLP também como um mecanismo de incentivo para a atração e fidelização de novos investidores no mercado de capitais.

Corretoras: consolidação de uma nova linha de negócio para as corretoras, fortalecendo a cadeia de distribuição.

Portanto as métricas analisadas retratam (i) Uma melhora em relação as métricas de mercado, (ii) uma situação relativamente neutra para os investidores; e, (iii) um excelente resultado para os intermediários, reforçando a cadeia de intermediação.

Além disso, mostrou-se factível a supervisão dos intermediários pela BSM e CVM a fim de se evitar práticas abusivas por parte das corretoras.

Adicionalmente, a SMI reafirma todos os argumentos do Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, que respaldou a decisão do Colegiado em 21 de maio de 2019 relativa ao tema.

Em face do exposto, a SMI sugere a aprovação da presente proposta da B3 de que as ofertas RLP, que hoje existem em caráter provisório em função do período de experiência analisado, se tornem perenes em seus regulamentos e manuais.

Finalmente, a SMI sugere que o tema seja levado à deliberação pelo Colegiado da CVM e se coloca à disposição para assumir sua relatoria durante a reunião daquele órgão, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

À apreciação superior

[1] É mandatária a publicação de: (i) volume negociado pelo intermediário utilizando a oferta RLP; (ii) produtos em relação aos quais intermediário permite a oferta RLP (carteira própria

ou venda de fluxo); (iii) percentual de clientes atendidos pela oferta RLP; (iv) quantidade de clientes que tiveram algum tipo de benefício, seja ele melhora de preço ou quantidade, com a oferta RLP; (v) quantidade de contratos e ofertas de clientes de varejo executadas contra a oferta RLP; (vi) quantidade de ofertas melhoradas; e (vii) quantidade de contratos melhorados.

Atenciosamente,

Referência: Processo nº 19957.002097/2016-90

Documento SEI nº 1064609
