



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP: 20050-901 - Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP - CEP: 01333-010 - Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP: 70712-900 - Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 29/2021/CVM/SMI/GMA-2

São Paulo, 11 de novembro de 2021.

Ao Senhor

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral da Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Análise do pedido da B3 para o estabelecimento de regras e parâmetros mínimos para o registro de ofertas diretas no mercado de ações. Documentos B3 011/2020-VPC, 017/2020-VPC, 001/2021-VPC, 005/2021-VPC, 016/2021-VNC, 014/2021-VPC e 018/2021-VPC

Senhor Superintendente Geral,

I - DA ORIGEM

1. Desde 2019 a B3 vem interagindo com a SMI e a com a GMA-2 no intuito de estabelecer um regramento na Bolsa para a aceitação de ofertas diretas nos negócios com valores mobiliários listados.

2. Em maio de 2019, durante as discussões com a B3 para a aprovação dos mecanismos de regulamentação das ofertas RLP[1], foi autorizada pela CVM uma alteração no Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3 ("MPO" ou "Manual") para a regulamentação das chamadas 'ofertas diretas'[2]. A definição conceitual das ofertas diretas, e as condições nas quais elas podem ser registradas nos sistemas multilaterais na B3, são resumidas a seguir:

3. Oferta direta é aquela composta por uma oferta de compra e uma oferta de venda de determinado ativo ou derivativo registradas simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo participante, representando o cliente comprador e o cliente vendedor.

4. As ofertas diretas podem ser rejeitadas pela B3 em duas hipóteses: durante o procedimento de *call* ou leilão, ou se houver ofertas válidas registradas com preço melhor.

5. O registro da oferta direta somente será aceito:

I - No caso da ausência de ofertas no livro, se o preço da oferta direta obedecer aos limites dos túneis de leilão estabelecidos pela B3;

II - No caso de existência de ofertas no livro, com preços que sejam superiores à melhor oferta de compra e inferiores à melhor oferta de venda, ou seja, entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda, respeitada a variação mínima de apregoação;

III - Exclusivamente para os casos a seguir, será permitido o registro da oferta direta no melhor preço de compra ou no melhor preço de venda:

(a) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo, segundo parâmetros disponibilizados pela B3;

(b) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo para execução ao preço médio do dia, geradas por algoritmos do tipo *time-weighted average price* (TWAP) e *volume-weighted average price* (VWAP), segundo parâmetros disponibilizados pela B3;

(c) ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos e/ou ativos e execução coordenada, visando a garantir às contrapartes as quantidades e os preços previamente acordados; ou

(d) ordens destinadas à correção de erros operacionais do participante.

6. A B3 ainda estabeleceu algumas condições especiais, entre as quais destacamos a possibilidade de autorização o registro de ofertas diretas para viabilizar o encerramento de posições de comitentes declarados inadimplentes ou com dificuldades para honrar as obrigações assumidas, e a possibilidade de rejeição do registro de ofertas diretas para ativos e/ou derivativos com pouca liquidez.

7. Na ocasião da aprovação do MPO pela CVM, os parâmetros de lotes mínimos para ofertas diretas para os contratos futuros de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar (padrão e mini) e os contratos futuros de Ibovespa (padrão e mini) foram estabelecidos e divulgados pela B3 no Ofício-Circular 026/2019-VOP, de 16.07.2019 (1202806).

8. Contudo, a definição de quais seriam as ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do livro para todos os demais ativos, destacadas nos itens III.a e III.b acima, não foi feita até o presente momento.

9. É sobre a definição desses parâmetros que trataremos a seguir, juntamente com uma proposta da B3 de alteração pontual nas condições gerais de aceitação das ofertas diretas.

II - DA SÍNTESE DA EVOLUÇÃO DAS DISCUSSÕES DA SMI/GMA-2 COM A B3 E COM REPRESENTANTES DA INDÚSTRIA DE INTERMEDIACÃO

10. Em 11.07.2020 a B3 encaminhou à SMI uma primeira proposta de definição desses parâmetros de desproporcionalidade de ofertas diretas no documento 011/2020-VPC (1054684). Com base no pedido inicial, a SMI/GMA-2 efetuou questionamentos à B3, e solicitou uma série de informações adicionais no Ofício nº76/2020/CVM/SMI/GMA-2, de 11.08.2020 (1073485) ("Ofício 76").

11. Em resposta ao referido Ofício 76, a B3 encaminhou em 17.08.2020 o documento 017/2020-VPC (1079152) com anexos (1079153, 1079154, 1079156 e 1079157).

12. A SMI/GMA-2 apresentou à B3 em 29.09.2020 seu entendimento inicial e algumas dúvidas sobre a proposta recebida (1108215). Na mesma ocasião, a B3

também apresentou um resumo do modelo inicialmente proposto (1108217).

13. Posteriormente, no início de novembro de 2020, foram realizadas interações individuais sobre o tema de ofertas diretas com representantes de cinco intermediários (BTG Pactual CTVM S.A., JP Morgan CCVM S.A., Nova Futura CTVM S.A., XP Investimentos CCTVM S.A. e Merrill Lynch S.A. CTVM), nas quais estiveram presentes representantes da B3 e da SMI/GMA-2.

14. Após as reflexões nas conversas com os intermediários, a B3 encaminhou em 10.02.2021 uma nova proposta, resumida no documento 001/2021-VPC (1195592 e 1202804). A SMI/GMA-2 voltou a solicitar esclarecimentos adicionais à B3.

15. Ao longo de maio de 2021, representantes da Ancord se reuniram com a B3, e em seguida com a SMI/GMA-2, para apresentar suas visões sobre o tema das ofertas diretas, e encaminharam à B3 em 25.05.2021 o documento OF-DG-018/2021 (1282370).

16. Finalmente, após ponderar sobre os pontos apresentados pela Ancord e pela SMI/GMA-2, a B3 protocolizou na CVM em 09.06.2021 o documento 005/2021-VPC (1281586), onde apresentou uma nova proposta de regras para registro e tamanho mínimo das ofertas diretas de ações.

17. Em referência a esse documento B3, a SMI/GMA-2 encaminhou à B3 em 7.07.2021 o Ofício nº 131/2021/CVM/SMI/GMA-2 (1299458), com pedidos de esclarecimentos e informações. A B3 respondeu à CVM em 26.08.2021 (1333411), inicialmente com o documento 016/2021-VNC, que, a pedido da B3, foi substituído pelo documento 014/2021-VPC (1367735), de 14.10.2021.

18. Em 20.10.2021 a SMI/GMA-2 solicitou novas informações adicionais à B3 por meio do Ofício nº 222/2021/CVM/SMI/GMA-2 (1370349), com a resposta da B3 no documento 018/2021-VPC (1383947 e 1383955), de 8.11.2021.

19. No presente parecer técnico da SMI/GMA-2 consta a avaliação da proposta final apresentada pela B3 nos documentos 005/2021-VPC, 014/2021-VPC e 018/2021-VPC, tendo ainda considerado os contra-argumentos contidos no OF-DG-018/2021 da Ancord.

III. Das ofertas diretas e Do disposto no Ofício-Circular nº 8/2020-CVM/SMI, de 1.12.2020 ("OC-SMI 8/2020")

20. Em razão de consultas recebidas pela SMI sobre o oferecimento de sistemas eletrônicos de busca de contrapartes pelos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, foi publicado no fim de 2020 o OC-SMI 8/2020.

21. Esses sistemas de busca de contrapartes teriam como finalidade a busca de clientes interessados na realização de operações de compra ou venda de valores mobiliários, que pudessem ser registradas na modalidade de ofertas diretas nos sistemas centralizados e multilaterais de negociação. Portanto, o OC-SMI 8/2020 tem grande relação com a proposta da B3 em tela.

22. As orientações apresentadas pela SMI no OC-SMI 8/2020 apenas delimitaram os limites da atuação dos intermediários. Foi esclarecido que a interação competitiva de ofertas com o intuito de realizar operações com valores mobiliários apenas pode ocorrer nos sistemas de negociação mantidos pelas entidades administradoras de mercado cujo funcionamento tenha sido autorizado pela CVM.

23. O OC-SMI 8/2020 ainda indicou, no parágrafo 5.c, que "... a implementação de referidos sistemas fica condicionada à publicação, pelas entidades administradoras de mercados organizados, de regra com novos limites para realização de negócios diretos por ativo".

24. Por fim, o Ofício-Circular esclareceu que continua admitida a busca de contrapartes por meio de canais de voz e outras formas de contato pelos operadores do intermediário, sem o uso de automação para os processos de envio e atendimento de solicitações, ou para registro de ofertas diretas, na forma habitualmente utilizada, desde que respeitadas as regras da própria administradoras.

25. Os sistemas eletrônicos de busca de contrapartes a serem oferecidos pelos intermediários têm o potencial de elevar rapidamente o volume das ofertas diretas no mercado, reduzindo em parte as ofertas agressoras que costumam interagir com as ofertas presentes no livro para o fechamento de negócios.

26. Em razão disso, a SMI/GMA-2 solicitou que a B3, em seu processo de monitoramento de ofertas diretas, como será adiante detalhado, também estabelecesse parâmetros que avaliem o crescimento no percentual de negócios decorrentes de ofertas diretas de um participante em relação ao percentual médio mensal do mesmo participante em uma janela móvel anterior, de forma a se buscar caracterizar um eventual desvio de finalidade das ofertas diretas.

27. Por fim, ressaltamos que a SMI/GMA-2 não vê nenhum conflito entre a proposta apresentada pela B3, a seguir detalhada, e o texto do OC-SMI 8/2020.

IV - DA AVALIAÇÃO DO PEDIDO DA B3

28. IV.1 - Proposta da B3 de aprimoramento, no MPO, dos critérios para aceitação e registro de ofertas diretas.

29. De acordo com o anteriormente detalhado, as ofertas diretas estão atualmente definidas no item 4.3.1.VI do Título II do MPO da B3 (1202817). A proposta vigente do Manual foi aprovada pela CVM em maio de 2019.

30. As operações diretas intencionais ('ofertas diretas') se diferenciam das operações diretas comuns, pois nestas últimas ocorre o cruzamento de duas ofertas independentes, uma de compra e outra de venda, ambas originadas num mesmo intermediário, que interagiram no livro com as ofertas dos demais intermediários, atenderam ao critério de ordem cronológica de entrada e casualmente se encontraram, de forma não intencional, no mercado multilateral de bolsa.

31. A B3 reconhece a importância de serem estabelecidos limites para as ofertas diretas, de forma a garantir que a maioria do movimento do mercado secundário ocorra pela interação diretamente no livro central da bolsa, pois é nele onde a formação dos preços ocorre com a dinâmica mais equânime e isonômica.

32. A despeito da alteração recente do MPO, a B3 propôs uma nova revisão da regra, exclusivamente no item 4.3.3.II, de forma a flexibilizar as condições do registro de ofertas diretas no caso de o *bid-ask spread* estar aberto para:

- a. Ordens relacionadas a operações estruturadas, e
- b. Ordens destinadas a correções de erros operacionais.

33. A B3 propõe que o registro das ofertas diretas para ativos e/ou derivativos passe a ser aceito nas seguintes condições:

Regra vigente - MPO B3 - Título II	Regra proposta - MPO B3 - Título II
	4.3.3 Oferta direta

	(...) O registro da oferta direta para ativos e/ou derivativos somente será aceito:
4.3.3 Oferta direta	(...)
(...) O registro da oferta direta para ativos e/ou derivativos somente será aceito:	(...) II. Para as situações em que o spread em tela for maior que a variação mínima de apregoação:
(...) II - para ativos e derivativos, o registro de oferta direta somente poderá ser realizado com preços que sejam superiores à melhor oferta de compra e inferiores à melhor oferta de venda, ou seja, entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda, respeitada a variação mínima de apregoação de cada ativo ou derivativo;	a. Entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda (entre Bid/Ask), respeitada a variação mínima de apregoação de cada ativo ou derivativo, ou; b. No melhor preço de compra ou no melhor preço de venda (no Bid/Ask), se proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou destinadas à correção de erros operacionais. (grifo nosso)

34. Atualmente, o registro de ofertas diretas em caso de operações estruturadas e de correções operacionais somente pode ocorrer, nas situações em que o *bid-ask spread* esteja 'aberto', entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda ('no meio do *spread*').

35. A proposta da B3 é que, para as situações do item 4.3.3.II, em que o *spread* em tela é maior que a variação mínima de apregoação, o registro da oferta direta somente seja permitido se houver melhora de preço, à exceção de (i) ordens relacionadas a operações estruturadas ou (ii) ordens destinadas à correção de erros operacionais.

36. A B3 indicou que essa alteração da regra atingiria operações realizadas com quaisquer ativos e derivativos, inclusive com o Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (DOL), Futuro de Mini de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (WDO), Futuro de Ibovespa (IND) e Futuro Mini de Ibovespa (WIN).

37. A proposta mais relevante submetida à aprovação da CVM, a despeito de não representar qualquer alteração nos regulamentos da Bolsa, é justamente a definição dos parâmetros dos tamanhos mínimos de ordens desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo, conforme previsto nos itens 4.3.3.I e 4.3.3.III do Manual.

38. Nas duas seções a seguir são avaliadas a proposta da B3 de alteração do MPO e a definição dos parâmetros de ordens desproporcionais à liquidez dos valores mobiliários.

IV.2. Avaliação da SMI/GMA-2 sobre o aprimoramento dos critérios para aceitação e registro de ofertas diretas feito pela B3.

39. No entender da SMI/GMA-2, a proposta de alteração da regra do MPO pela B3, acima descrita, tem alcance limitado, pois restringe-se a ofertas diretas (i) relacionadas com operações estruturadas ou (ii) destinadas à correção de erros operacionais.

40. Contudo, a SMI/GMA-2 avaliou que a supervisão do cumprimento dessa regra poderá ser relativamente complexa, visto que o sistema de negociação da B3 não terá trava sistêmica e não impedirá o fechamento de quaisquer ofertas diretas que ocorram no melhor preço de compra ou no melhor preço de venda do livro. Dessa forma, a verificação do cumprimento da regra dependerá de uma avaliação *ex-post* a ser realizada pela própria B3 e revisada pelo autorregulador BSM. Estes deverão confirmar ou não, para cada umas das ofertas diretas, a ocorrência de uma das duas novas hipóteses (i) e (ii) previstas no dispositivo 4.3.3.II.b do MPO.

41. Em resposta ao questionamento da SMI/GMA-2 de como será feito o monitoramento pela Bolsa em caso de ocorrência de infração do lote mínimo em 'ofertas diretas', a B3 citou que analisará todas as operações diretas para monitorar as restrições estabelecidas. A B3 citou também compartilhará todas as informações sobre sua supervisão com a BSM e com a SMI. A identificação de ofertas diretas realizadas para correções de erros operacionais não é complexa, pois tais negócios são registrados nas contas das carteiras próprias dos intermediários específicas para essa finalidade.

42. Por outro lado, as ofertas relacionadas com operações estruturadas de clientes não são registradas de forma específica no sistema de negociação da B3, o que impede a automatização dessa supervisão.

43. Conforme será adiante detalhado, a B3 implementará o processo de monitoramento das regras para o registro de ofertas diretas em duas Fases (I e II).

44. A B3 esclareceu à SMI/GMA-2 que serão consideradas "ordens relacionadas a operações estruturadas" aquelas realizadas, dentro de um mesmo pregão, segundo os seguintes critérios:

- a) estratégia a termo: compra (venda) de ação e venda (compra) a termo da mesma quantidade dessa ação, pelo mesmo comitente final;
- b) estratégia entre ações e opções: negociação de ação e ao menos uma série de opção sobre essa ação, pelo mesmo comitente final, não sendo necessário que as opções sejam negociadas na mesma quantidade das ações;
- c) estratégia entre opções: negociação de ao menos duas séries de opções sobre a mesma ação, pelo mesmo comitente final, não sendo necessário que as diferentes séries sejam negociadas na mesma quantidade;
- d) estratégia entre ações e futuros: compra (venda) de ação e venda (compra) de contrato futuro sobre essa ação, ou sobre Índice Bovespa, pelo mesmo comitente final, não sendo necessário que os futuros sejam negociados na mesma quantidade das ações;
- e) estratégia com diferentes vencimentos de futuros: negócios em mais de um vencimento de contrato futuro sobre o mesmo ativo objeto, pelo mesmo comitente final, não sendo necessário que os diferentes vencimentos tenham a mesma quantidade;
- f) *basket* ou rebalanceamento de carteiras: negócios em mais de um instrumento, tendo um mesmo investidor em todos eles, não sendo necessário que todos tenham a mesma natureza (compra ou venda) ou a mesma quantidade;
- g) *fund to fund*: negócios realizados entre diferentes fundos de um mesmo gestor ou entre filhotes de uma mesma conta máster.

45. Na resposta ao Ofício nº 222/2021/CVM/SMI/GMA-2, a B3 indicou que durante a Fase 1 realizará reuniões com os participantes para validar o entendimento acerca da forma de identificação de operações estruturadas acima indicadas, bem como de eventuais operações estruturadas que não constem na lista. Ainda durante a Fase 1, a B3 implementará um algoritmo com a utilização do sistema SAS, com base no entendimento inicial exposto acima e nas respostas obtidas dos participantes nas referidas reuniões, que será aplicado sobre a relação de negócios já realizados.

46. A SMI/GMA-2 não se opõe à alteração da regra proposta, mas entende que terá que acompanhar de forma contínua junto à B3 e à BSM, em especial logo após a Fase I, a efetividade dos controles e automatizações a serem implementados no processo de supervisão.

IV.3 - Proposta da B3 para o estabelecimento de parâmetros de ordens desproporcionais à liquidez dos valores mobiliários.

47. No MPO em vigor não há nenhuma indicação dos parâmetros para a aceitação de tais ofertas diretas. Há apenas as condições gerais de aceitação e de não aceitação, conforme reproduzido a seguir (grifos nossos):

4.3.3 Oferta direta (...)

O registro da oferta direta para ativos e/ou derivativos somente será aceito:

I - na ausência de ofertas, se o preço da oferta direta obedecer aos limites dos túneis de leilão;

II - para ativos e derivativos, o registro de oferta direta somente poderá ser realizado com preços que sejam superiores à melhor oferta de compra e inferiores à melhor oferta de venda, ou seja, entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda, respeitada a variação mínima de apregoação de cada ativo ou derivativo;

III - exclusivamente para os casos abaixo, será permitido o registro da oferta direta no melhor preço de compra ou no melhor preço de venda:

(a) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo, segundo parâmetros disponibilizados no site da B3;

(b) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo para execução ao preço médio do dia, geradas por algoritmos do tipo time-weighted average price (TWAP) e volume-weighted average price (VWAP), segundo parâmetros disponibilizados no site da B3;

(c) ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos e/ou ativos e execução coordenada, visando a garantir às contrapartes as quantidades e os preços previamente acordados; ou

(d) ordens destinadas à correção de erros operacionais do participante. Não será permitido o registro de ofertas diretas em todos os demais casos que não sejam os descritos nos itens I, II e III, acima. (Grifos nossos)

48. Para as ofertas diretas que se enquadrem nos itens 4.3.3.I e 4.3.3.II, consideram-se os critérios já existentes, independentemente da quantidade de ações.

49. Dessa forma, a definição de parâmetros de ordens com tamanho desproporcional à liquidez é aplicável exclusivamente no caso do item 4.3.3.III (a) e (b), onde pode existir a possibilidade de investidores, que tenham as melhores ofertas firmes no livro, cronologicamente anteriores, serem preteridos por outros investidores que participem dessas ofertas diretas.

50. A B3 entende que o casamento de ordens é uma evolução tecnológica dos processos já realizados em mesas de operações para obter a melhor execução para ordens desproporcionais em relação à liquidez presente nos livros de ofertas. No entanto, como o conceito de liquidez é amplo, a B3 entendeu oportuno determinar alguns limites ao mercado, com o objetivo de evitar possível esvaziamento do livro de ofertas da B3 como consequência de um aumento muito grande do volume de diretos no mercado.

51. Na definição da liquidez das ações, a B3 apresentou alguns estudos que mostraram a variabilidade do custo de liquidez para o conjunto das ações negociadas em bolsa.

52. O custo de liquidez utilizado pela B3 como referência para o cálculo do tamanho mínimo da oferta direta incorpora dois aspectos das condições de negócios: o *spread* e a profundidade do livro.

53. Para avaliar o comportamento dos livros de negociação com a definição de um tamanho mínimo de diretos, foi realizado pela B3 um estudo com quase 500 papeis para a verificação do nível de liquidez de cada um desses ativos. Foram feitas simulações para os 3 primeiros níveis de liquidez, considerando diversos valores de tamanhos mínimos: 1.000, 5.000, 10.000, 20.000 e 50.000 ações (quantidades).

54. Nos estudos, a B3 apurou que para o tamanho mínimo de 50.000 quantidades apenas 45 ativos (9% da amostra) suportariam uma agressão dessa magnitude nos 3 primeiros níveis de preço do livro. Todos os demais ativos dependeriam dos demais níveis de preço para essa negociação ocorrer.

55. Reduzindo-se o tamanho mínimo para 20.000 quantidades, 83 ativos (17% do total) suportariam uma agressão dessa magnitude, considerando os 3 primeiros níveis de preço.

56. A tabela abaixo resume o estudo para as demais condições de tamanho mínimo de lote, e os resultados obtidos.

Tamanho do Lote	% Dos Diretos	Consumo do Livro				Consumo do Livro	
		Até 100% no 1º Nível		Até 100% dos 3 Níveis		Até 100% no 1º Nível	Até 100% dos 3 Níveis
		Ibov	Ex-Ibov	Ibov	Ex-Ibov	Consolidado	Consolidado
1.000	0,7%	84%	29%	100%	61%	39%	68%
5.000	2,6%	30%	11%	77%	26%	14%	36%
10.000	4,3%	23%	6%	59%	18%	9%	25%
20.000	5,5%	12%	4%	38%	12%	5%	17%
50.000	12,4%	8%	2%	26%	5%	3%	9%

57. Dentre os cenários avaliados, foram excluídos os lotes mínimos de 1.000, 20.000 e 50.000 quantidades, restando a dúvida entre as alternativas de 5.000 ou 10.000 quantidades, dado que ambas afetariam um número próximo de ativos (36% e 25% respectivamente).

58. O custo de liquidez mede o custo para se negociar os ativos ao preço de mercado, considerando a quantidade de ofertas distribuídas nos diversos níveis do livro de cada ativo, refletindo a profundidade do livro ponderada pelo *spread*.

59. Assim, por exemplo, para o caso da negociação de 10.000 ações ao preço de R\$10,00 (volume financeiro de R\$ 100.000,00), e considerando que o investidor aceitasse um custo de execução de até 0,4%, caso um investidor comprasse e logo em seguida vendesse o mesmo lote teria o custo de execução máximo de R\$ 400,00 (ou seja, perderia R\$ 400,00 por conta do *spread* e da profundidade do livro).

60. A B3 realizou o teste de custo de liquidez simulando a execução de

operações em valores financeiros de R\$ 100 mil, R\$ 300 mil, R\$ 500 mil e R\$ 1 milhão (coluna a da tabela a seguir) para todos os ativos do IBRX-100, que representam 93% da liquidez do mercado à vista.

61. Da mesma forma, a B3 calculou a mediana do custo de liquidez em percentual e em reais (colunas (c) e (d) da tabela abaixo) para cada tamanho de ordem.

Tamanho da ordem (a)	Nº ações equivalentes¹ (b)	Custo de liquidez¹ (c)	Custo de liquidez expresso em R\$ por ação (d)
R\$ 100.000	3.650	0,15%	R\$ 0,045
R\$ 300.000	10.950	0,30%	R\$ 0,09
R\$ 500.000	18.250	0,40%	R\$ 0,12
R\$ 1.000.000	36.500	0,69%	R\$ 0,21

62. Calculando-se a mediana das quantidades de ações para todos os ativos do IBRX-100, foram obtidos os seguintes valores equivalentes: 3.650, 10.950, 18.250 e 36.500 ações, respectivamente (vide coluna (b) da tabela).

63. O quadro a seguir, incluído no documento 005/2021-VPC, mostra os resultados para um lote com mesmo número de ações, e custo de liquidez de 0,30%. Nessa simulação, o lote mediano, considerando-se todos os papéis que compõem o referido índice, foi calculado em 10.950 ações:

Ativos (a)	Preço médio (R\$) (b)	ADTV (R\$) (c)	Financeiro Equivalente (Custo de Liq. 0,3%) (d)	Qtd Ações (e)
PETR4	R\$ 22,26	R\$ 1.549.405.116	R\$ 7.364.855	330.859
VALE3	R\$ 48,75	R\$ 1.245.774.110	R\$ 5.287.974	108.473
...
LAME4	R\$ 25,58	R\$ 205.122.181	R\$ 360.870	14.109
GOLL4	R\$ 21,08	R\$ 192.177.564	R\$ 455.556	21.613
SBSP3	R\$ 51,49	R\$ 185.749.046	R\$ 681.818	13.243
...
ALPA4	R\$ 27,45	R\$ 47.356.252	R\$ 122.222	4.453
MDIA3	R\$ 36,02	R\$ 45.092.717	R\$ 188.889	5.243
Mediana (IBRX100)		R\$ 335.760	10.950	

64. Os resultados mostraram que, até uma ordem de R\$ 500.000,00, o custo de R\$ 0,12 a ser pago pelo investidor a fim de se garantir a centralidade do livro pareceu ser razoável e aceitável, enquanto que para ordens superiores, como as de valor de R\$1.000.000,00, pareceu ser punitivo para o investidor priorizar o livro central ao invés de utilizar a oferta direta que daria um melhor preço de execução.

65. Dessa forma, a B3, considerando o custo de liquidez de 0,30% como a referência para o cálculo do **tamanho mínimo das ofertas diretas**, propôs o estabelecimento de um único parâmetro para todos os papéis listados, equivalente a um **lote de 10.000 ações** (ou 10.000 units de ações ou 10.000 opções, conforme o caso).

66. A SMI/GMA-2 argumentou em suas interações com B3 que entendia não ser razoável haver um único lote mínimo para as ofertas diretas, como também entendia pouco prático haver uma individualização do tamanho mínimo da oferta para cada ativo, e propôs à B3 a criação de grupos de ações com características semelhantes de liquidez, utilizando-se como referência o valor financeiro do lote, e não o número de quantidades no lote, tendo em vista a diversidade dos preços unitários dos ativos.

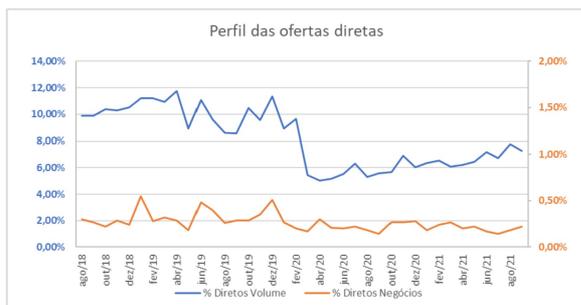
67. A B3 chegou a realizar estudos propondo à SMI/GMA-2 a criação de quatro faixas diferentes em razão da liquidez dos ativos, com a utilização de um parâmetro mínimo de valor financeiro, ao invés de um tamanho de lote mínimo (vide documento 1108217).

68. Contudo, durante as discussões realizadas em maio de 2021 com os participantes de mercado, observou-se uma forte preocupação com a introdução de regras mais complexas, com diferentes valores de lotes mínimos, as quais implicariam em uma maior dificuldade operacional para negócios realizados por meio das mesas de operações, e que poderia resultar em um aumento do risco de execução das ordens de clientes.

69. Adicionalmente, e de forma a se garantir que os livros de negociação de cada um dos papéis não sejam esvaziados, a B3 propôs o **estabelecimento de limites máximos** de negociação, por meio de ofertas diretas, para o total do mercado e para cada valor mobiliário.

70. No momento atual, o volume médio das ofertas diretas para o mercado de ações está no patamar entre 7% e 8% em relação ao volume total negociado no mercado.

71. Analisando-se os dados históricos de volume de diretos do mercado à vista na B3 entre ago.2018 e set.2021, pode-se identificar no gráfico abaixo que o percentual dos negócios diretos nunca ultrapassou a casa dos 12% em relação ao total negociado no mercado.



72. No modelo apresentado, o **threshold** do mercado de ações seria estabelecido anualmente pela B3, sendo proposto inicialmente um patamar de **13% em relação ao volume total do mercado**. O estabelecimento desse percentual levou em conta preocupações sinalizadas em estudos internacionais^[3] que avaliaram o esvaziamento dos livros das bolsas com a concorrência de ambientes de **dark pools** e outros ambientes com transparência inferior de formação de preços.

73. Tais estudos reiteram que uma pequena porcentagem desse tipo de operação pode trazer benefícios ao mercado, como a redução de ruídos e distorções no livro central, mas que a ampliação desse segmento de negociação pode ser prejudicial caso represente proporção significativa do mercado, uma vez que pode impactar a formação de preço dos ativos. O estudo 1 de 2017, conduzido pelo regulador britânico FCA, assim definiu a questão:

Our results imply that there is a threshold at which dark trading may start to negatively affect market quality. We estimate that threshold, for our full sample of stocks, to be when dark trading value is approximately between 11% and 17% of total trading by pound value, depending on the specific market quality attribute examined.

74. A B3 contou com o apoio de consultorias para a discussão sobre negociação de grandes lotes de valores mobiliários, dentre elas, Oxera e Oliver Wyman. Ambas, em seus relatórios, ressaltaram a recomendação do limite de 15% do volume total negociado para negociações que não interajam competitivamente com o livro central.

75. A B3 avaliou os dados históricos de percentual de diretos por ativo do mercado à vista de ações, e identificou que a maioria dos ativos possui média mensal do percentual do volume de diretos inferior a 15%, como é possível observar na tabela a seguir.

Ativo	abr/21	mai/21	jun/21	jul/21	ago/21	set/21	Média
VALE3	7,76%	7,42%	6,65%	4,77%	6,79%	8,00%	9,94%
PETRA	5,60%	8,92%	8,98%	10,22%	12,79%	8,13%	9,16%
ITUB4	15,57%	13,25%	21,83%	15,70%	17,57%	16,55%	9,14%
BBDC4	10,62%	12,87%	10,87%	19,08%	16,47%	12,85%	7,00%
B3SA3	8,29%	12,82%	20,24%	17,36%	11,24%	19,93%	5,37%
GGBR4	12,36%	7,10%	8,41%	7,33%	12,66%	13,34%	2,41%
NTCO3	14,10%	7,51%	11,72%	12,89%	14,70%	8,12%	2,11%
ABEV3	5,38%	10,17%	13,47%	10,86%	5,35%	11,46%	2,10%
LREN3	9,84%	7,82%	14,14%	12,42%	7,96%	7,29%	2,06%
ITSA4	6,47%	9,51%	10,57%	11,54%	12,17%	15,60%	2,03%
GNDI3	17,03%	5,90%	13,79%	9,39%	16,77%	8,67%	1,89%
RENT3	5,08%	12,72%	12,59%	8,86%	10,45%	10,46%	1,81%
ASAI3	6,21%	12,63%	10,51%	19,44%	27,32%	30,58%	1,56%
SUZB3	10,11%	6,48%	4,44%	5,77%	9,04%	3,78%	1,56%
BBAS3	8,16%	4,14%	4,07%	7,47%	9,93%	5,50%	1,46%
PETR3	5,41%	5,95%	11,23%	2,48%	1,67%	3,73%	1,44%
MGLU3	3,93%	3,26%	3,03%	5,76%	9,80%	4,38%	1,43%
EQTL3	12,60%	14,31%	6,25%	24,18%	23,22%	12,60%	1,39%
BPAC11	5,89%	4,09%	2,82%	4,48%	10,06%	7,62%	1,15%

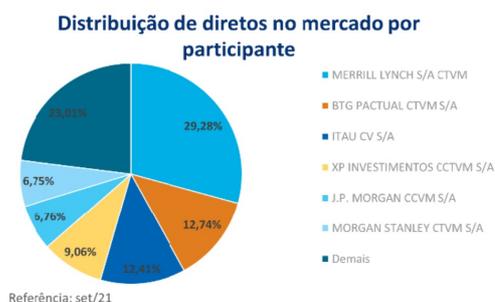
Obs.: a cada mês é destacado o percentual de diretos do papel sobre o total negociado no próprio papel.

76. Na tabela acima, a coluna 'Média' mostra a representatividade média dos últimos 6 meses dos diretos de cada papel em relação aos diretos do mercado. Juntos, os 6 papéis com maior volume de diretos (VALE3, ITUB4, PETRA, BBDC4, B3SA3 e GGBR4) somaram 43% das ofertas diretas de todo o mercado de ações.

77. Contudo, há meses em que ocorrem elevações pontuais no volume de diretos de vários papéis. Para contornar essa variabilidade, a Bolsa definiu um *threshold* por ativo, também a ser estabelecido anualmente pela B3, que teria o parâmetro de **25% em relação ao volume total do ativo**.

78. Sobre a eventual concentração de ofertas diretas em intermediários, a B3 indicou que em setembro de 2021 os 6 participantes mais ativos (Merrill Lynch, BTG Pactual, Itaú, XP Investimentos e Morgan Stanley) realizaram aproximadamente 77% das ofertas diretas em relação ao total de diretos no mercado à vista, o que indica alguma concentração em poucos players.

79. A figura a seguir resume a distribuição dessa concentração de diretos por intermediário em volume financeiro estimada pela B3:



80. A B3 considera que atualmente o percentual de diretos do mercado de ações encontra-se dentro dos limites expostos nos estudos citados anteriormente e que não enxerga disfunções que possam impactar a centralidade do livro, bem como a boa formação de preço e integridade do mercado. Assim, definiu o *threshold* de 13% para o mercado, e de um *threshold* por ativo (25% por ação) diferente do *threshold* do mercado (13%), preservando a dinâmica atual do mercado de ações e permitindo alguma oscilação para adequação à nova dinâmica dos diretos, garantindo que não haja impactos significativos em determinados ativos com a introdução da nova regra.

81. De acordo com a B3, esses dois limites serão monitorados mensalmente, e caso um deles seja ultrapassado a B3 adotará medidas restritivas adicionais às ofertas diretas de forma a preservar a negociação com base nas ofertas do livro central.

82. As medidas adicionais propostas pela B3 para garantir a centralidade do livro, a adequada formação de preço e para identificar uma eventual piora do mercado, serão incluídas como novos dispositivos no MPO, sendo resumidamente os seguintes:

- Caso quaisquer dos dois *thresholds* acima descritos sejam ultrapassados, a B3 deverá alterar o tamanho mínimo do direito do ativo específico ou do mercado, sendo o aumento de, no mínimo, 50% em relação ao tamanho anterior, em ambos os casos. A B3 divulgará aviso prévio ao mercado informando a respeito das medidas a serem implementadas, que passarão a ser adotadas a partir do terceiro dia útil após a sua divulgação;
- A B3 reavaliará as medidas acima adotadas, por meio de testes de efetividade, podendo estabelecer outras medidas restritivas de tamanho mínimo de lote válidas também para as ofertas diretas registradas entre o *bid-ask*;
- Na hipótese de nenhuma das medidas acima adotadas ser suficiente para

retornar os indicadores aos patamares anteriores ou proporcionar uma tendência de melhora, a B3, após prévia aprovação pela CVM, poderá adotar medidas adicionais de controle com o objetivo de preservar a integridade do mercado e a centralidade do livro;

- d. Os mesmos procedimentos de atuação acima poderão ser adotados também nos casos em que a B3 identifique que houve uma piora mínima de 10%, em relação ao patamar anterior à introdução da regra de tamanho mínimo de diretos, dos seguintes indicadores de qualidade:

- I - Variações no custo de liquidez dos ativos;
- II - Spread médio;
- III - Profundidade média (considerando ofertas do topo do livro e os 3 primeiros níveis de preço);
- IV - ADTV

83. Além dos indicadores de qualidade (I a IV) acima indicados, que serão divulgados de forma pública a todo o mercado, a B3 divulgará de forma individual, a fim de garantir o sigilo de informações sensíveis, para cada participante, ao autorregulador e ao regulador, considerando o período acumulado dos três últimos meses anteriores, as seguintes estatísticas de indicação de qualidade:

- V. Número e volume financeiro de ofertas relacionadas às estratégias VWAP/TWAP;
- VI. Número e volume financeiro de ofertas para correções de erros operacionais;
- VII. Número e volume financeiro de ofertas relacionadas a operações estruturadas;
- VIII. Perfil da contraparte do direto (ex.: clientes institucionais e pessoas físicas);
- IX. Percentual de diretos realizados no topo do livro;
- X. Migrações da base de investidores que utilizam ou não a oferta direta; e
- XI. Percentual de diretos por intermediário.

84. A SMI/GMA-2 avaliou que, a princípio, esses os indicadores acima propostos estão adequados, e que fornecerão subsídios para a eventual adoção de novos procedimentos restritivos para evitar um potencial esvaziamento dos livros centrais.

IV.4. Avaliação da proposta da B3 de utilização de tamanho mínimo nas ofertas diretas para o mercado de ações

85. A SMI/GMA-2 entende que as ofertas diretas são uma importante ferramenta para o mercado em situações em que o tamanho da ordem recebida de investidores é desproporcional à liquidez do ativo no livro de negociação multilateral, fato que pode melhorar a formação de preços por evitar distorções pontuais e reduzir custos de transação para os clientes.

86. Destaca-se que as ofertas diretas não são previamente registradas nos *books* de ofertas da bolsa para interação competitiva, nem sofrem interferência de terceiros. Portanto, tais ofertas não têm a transparência na pré-negociação, indo contra um dos conceitos centrais estabelecidos na ICVM 461, sendo, portanto, uma exceção.

87. Em sua resposta ao Ofício 76, a B3 observou que a oferta direta não possui transparência pré-negociação, mas que se encontra disponível para os todos os participantes do mercado para, entre outros objetivos, atender a negócios com tamanhos desproporcionais à liquidez instantânea do livro do ativo, ou seja, a liquidez disponível no livro no momento do negócio, e está relacionada a uma dinâmica em que o *timing* de execução e o preço são altamente relevantes.

88. O uso de ofertas diretas não é novo no mercado brasileiro, mas sempre foi adotado de forma parcimoniosa pelos intermediários. Elas são usadas sobretudo para evitar impactos indesejáveis na execução de ordens que envolvam volumes significativos.

89. Contudo, o que se tem observado com a eletrônica crescente do mercado brasileiro é que o tamanho de lotes negociados em ofertas diretas em grande parte das vezes não é desproporcional à liquidez dos livros, e que a oferta direta é utilizada apenas para simplificar a operacionalização de parte das ordens de clientes. Como consequência, outros investidores que estão com ofertas cronologicamente anteriores no livro podem ser preteridos, sobretudo em momentos de alta volatilidade ou baixa liquidez, o que não é de forma alguma desejável.

90. No questionamento feito pela SMI/GMA-2 em relação ao ponto acima, a B3 argumentou que acredita não haver disfunções no volume de ofertas diretas praticadas atualmente que possam prejudicar a integridade do mercado.

91. A B3 acrescentou que há características distintas de atuação entre seus participantes, em razão dos diferentes perfis de clientes, sendo que alguns desses possuem fluxo maior de lotes desproporcionais, em razão do porte, enquanto outros participantes têm como característica predominante o grande fluxo de varejo, com ordens menores.

92. A SMI/GMA-2 concorda que as características de atuação de alguns intermediários, em razão dos perfis de clientes e do fluxo de grandes clientes institucionais, podem ser bastante diversas, mas que somente um mapeamento contínuo dessa atuação permitirá identificar onde eventuais distorções do uso das ofertas diretas possa vir a ocorrer. Por conta das provocações apresentadas pela SMI/GMA-2, a B3 propôs o cálculo de diversos indicadores de qualidade, que permitirão o acompanhamento contínuo dessas características de atuação. Tais indicadores de qualidade foram descritos na seção anterior deste Parecer.

93. A proposta da B3 do estabelecimento de um único parâmetro para todos os papéis listados, equivalente a um lote de 10.000 papeis, no entendimento da SMI/GMA-2 não é o ideal, pois não captura a característica individual de liquidez de cada ativo. No cálculo de liquidez apresentado pela B3, que resultou no tamanho de 10.000 ações, há diferenças de até 750%^[4] entre os ativos.

94. Uma alternativa mais adequada seria a adoção de três ou quatro parâmetros distintos de lotes mínimos, que chegou a ser estudada pela B3, pois além da diferença da liquidez, os preços unitários das ações variam de poucos reais a centenas de reais, o que resulta em volume financeiros muito diferentes para um mesmo tamanho de lote de ações.

95. Por outro lado, o argumento da simplicidade, amplamente enfatizada pelas corretoras nas conversas com a SMI/GMA-2, favorece a implementação da forma como foi inicialmente proposta pela B3, e não vemos isso como um impeditivo para a aprovação do pleito.

96. A SMI/GMA-2 prevê que, com as revisões periódicas^[5] do *threshold* de 25% de ofertas diretas por ativo que a B3 terá que fazer, aos poucos poderão passar a existir distintos valores para lotes mínimos desproporcionais.

97. Com relação ao limite máximo para o total de ofertas diretas de 13% em relação ao volume total do mercado, a SMI/GMA-2 entende que no momento

ele pode ser adequado, mas que irá requerer uma constante reavaliação.

98. A discussão iniciada pela CVM sobre a negociação de grandes lotes de valores mobiliários, incluída no item 2.5 do Edital de Audiência Pública SDM nº 9, de 2019 ("AP-9/2019"), e sobre regras de negociação (item 2.7 do mesmo Edital), se sobrepõe parcialmente à proposta apresentada pela B3, pois de alguma forma já trata da negociação de lotes desproporcionais à liquidez dos livros e aos leilões especiais. A SMI/GMA-2 entende que essas questões, de ofertas diretas, de leilões especiais e de grandes lotes, deverão ser avaliadas de forma coordenada, ainda que sejam implementadas em momentos distintos.

99. Ao ser questionada sobre esse ponto, a B3 argumentou que os grandes lotes têm uma dinâmica mais complexa que as ofertas diretas. E que a definição do tamanho deles está mais relacionado com o volume médio negociado e com o *free float* das companhias.

100. No entender da B3 as ofertas diretas são um nicho de mercado distinto dos grandes lotes, e que cada um atende a objetivos e demandas próprias.

101. É precipitado se antecipar e afirmar que o tamanho dos grandes lotes será substancialmente maior que o tamanho das ofertas diretas, visto que a forma de cálculo do parâmetro mínimo de grandes lotes sequer foi discutida pela CVM.

102. Apenas para efeito comparativo, 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, um pouco 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.

103. Na Europa, por sua vez, a quantidade considerada "*large in scale*" na regulamentação da MiFID II representa € 15 mil para uma ação com ADT menor que € 50 mil, € 30 mil para um ADT entre € 50 e € 100 mil, e assim por diante.

104. Dessa forma, com base nos lotes mínimos 10.000 ações propostos pela B3, não estamos muito distantes dos tamanhos mínimos de lotes de *block trades* utilizados no exterior.

105. Além disso, as características verificadas pela B3 para a definição do lote mínimo de ofertas diretas são as mesmas que a própria Bolsa propôs para grandes lotes em seus comentários na AP-9/2019, ou seja, o volume médio diário negociado no mercado secundário e outras métricas, como o *free float*.

106. Em seus comentários à AP-9/2019, a B3 afirmou o seguinte

"198. Operações de grandes lotes realizadas em mercado de bolsa por meio de procedimentos especiais ou segmentos específicos de negociação e que não interajam de forma competitiva com o livro central de ordens, como é o caso das ofertas diretas atualmente, não deveriam superar o percentual de 15% do volume total do mercado, de forma a preservar a qualidade e atratividade do livro central de ordens e, conseqüentemente, o processo de formação de preço." (grifo nosso)

107. Portanto, considerando-se ideal o percentual de 15% do volume total que não interaja de forma competitiva com o livro central de ordens, se para as ofertas diretas o limite de participação poderá atingir no máximo 13% do volume, restaria pouco espaço para a negociação de grandes lotes a ser regulamentado pela CVM.

108. Por ora, as regras e limites aplicáveis a ofertas diretas podem não ter consequências nem sobreposição com outras regras. Mas a SMI/GMA-2 entende que, num futuro breve, os parâmetros e *thresholds* de ofertas diretas regulamentados pela B3 possivelmente tenham que ser revisados para evitar a ocorrência de arbitragem regulatória com a regulamentação da CVM para grandes lotes e o esvaziamento dos livros de negociação em ambiente de bolsa.

IV.5. Processo de monitoramento do registro de ofertas diretas pela B3 e pela BSM.

109. Após diversas interações havidas entre a B3 e a SMI/GMA-2, ficou acordada a implementação do processo de monitoramento em duas fases, sendo a primeira de três meses, a contar do início de vigência das novas regras, e uma segunda fase definitiva, a partir do quarto mês de vigência das regras.

110. Inicialmente a B3 havia proposto que a primeira fase tivesse duração de seis meses, mas reduziu o prazo em razão de argumentos apresentados pela SMI/GMA-2, em especial o da implementação dos limites sem correspondente *enforcement* por um prazo muito longo.

111. Durante a Fase 1, a B3 encaminhará diariamente aos participantes, com defasagem de até 5 dias úteis, relatório indicando todas as ofertas diretas que a Bolsa não conseguir enquadrar em uma das hipóteses de ofertas diretas autorizadas de acordo com as novas regras,:

I. Para as situações em que o spread em tela for maior que a variação mínima de apreçoação:

a) No melhor preço de compra ou no melhor preço de venda (no Bid/Ask), se proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou destinadas a correção de erros operacionais quando a conta erro não for especificada na oferta.

II. Para as situações em que o spread em tela for igual à variação mínima de apreçoação no melhor preço de compra ou no melhor preço de venda (no Bid/Ask) e exclusivamente para os casos abaixo:

a) Ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo para execução ao preço médio do dia, geradas por algoritmos TWAP (*Time weighted average price*) e VWAP (*Volume weighted average price*), segundo parâmetros disponibilizados no site da B3;

b) Ordens relacionadas a operações estruturadas;

c) Ordens destinadas à correção de erros operacionais do participante quando a conta erro não for especificada na oferta.

112. Na Fase 1, os participantes não serão demandados a apresentar o enquadramento das ofertas mencionadas no item II acima, nem justificativa dos eventuais desenquadramentos das regras de ofertas diretas. Contudo, a B3 entrará em contato com os participantes para o entendimento sobre as ofertas diretas identificadas e para colher subsídios para o aperfeiçoamento do procedimento de monitoramento a ser implementado na Fase 2.

113. A partir da Fase 2, a B3 continuará a encaminhar para os participantes, relatório diário indicando todas as ofertas diretas não enquadradas nas hipóteses de ofertas diretas autorizadas de acordo com as novas regras, e divulgará os parâmetros a serem utilizados para o enquadramento dessas ofertas diretas.

114. Daí em diante os participantes terão a responsabilidade de justificar o desenquadramento das operações constantes no relatório de ofertas diretas enviado pela B3 em relação a um determinado mês até o décimo quinto dia do mês subsequente. Caso não haja resposta até essa data, as operações constantes na lista serão consideradas como desenquadradas.

115. A B3 avaliará as justificativas prestadas pelos participantes e, se for o caso, aplicará as penalidades previstas nos normativos, conforme detalhado na seção 'Aplicação de Sanções pela B3' deste Parecer.

116. A B3 compartilhará com a BSM:

- i. As bases de dados completas relativas às ofertas diretas;
- ii. As justificativas prestadas pelos participantes sobre eventuais desenquadramentos às regras sobre ofertas diretas; e
- iii. As providências tomadas pela B3 em relação a desenquadramentos, inclusive aqueles decorrentes do atraso na entrega das justificativas que cabem aos participantes fornecerem.

117. Com base nessas informações, a partir da Fase II a BSM avaliará a recorrência de desenquadramentos pelos participantes a cada período de 3 meses, e definirá critérios de materialidade e relevância para selecionar os casos que serão investigados e para os quais serão adotadas medidas de *enforcement* aplicáveis.

118. Com base em preocupações externadas pela SMI/GMA-2, a B3 também fará o monitoramento dos volumes de ofertas diretas por participante, buscando observar alterações significativas no volume e na dinâmica de utilização de tais ofertas, em especial aquelas que possam indicar represamento de ordens e/ou criação de *marketplaces*, com o conseqüente desvio de finalidade do uso das ofertas diretas.

119. Para isso, sempre que houver crescimento superior a 5% absoluto no percentual de negócios que decorram de ofertas diretas de um participante em relação ao percentual médio mensal de uma janela móvel dos 24 meses anteriores ao mês de apuração, a B3 avaliará a concentração de contrapartes, a negociação da carteira própria do participante, a utilização de contas transitórias de titularidade do participante com posterior alocação para diversos comitentes que não respeitem o tamanho mínimo das ofertas diretas definido pela B3 e a sistematização e a recorrência das operações.

120. A B3 requisitará explicações ao participante e, caso entenda ter sido caracterizado o desvio de finalidade das ofertas diretas, poderá adotar as providências detalhadas na seção a seguir.

IV.6. Aplicação de sanções pela B3.

121. Considerando as sanções previstas no Regulamento de Negociação da B3, a Bolsa poderá aplicar aos participantes que descumprirem a nova regra de ofertas diretas, advertências por escrito, multas, suspensões cautelares da outorga da autorização de acesso e, no limite, o cancelamento da autorização de acesso.

122. A B3 poderá deixar de aplicar penalidades nos casos em que restar demonstrado que as operações realizadas em desacordo com a nova regra têm pouca relevância e baixa expressividade.

123. As aplicações de penalidades pela B3 pelo descumprimento das regras de ofertas diretas a partir da Fase II serão gradualmente agravadas, conforme detalhado a seguir.

124. Caso o participante realize operações diretas em desacordo com a nova regra em determinado mês, a B3 poderá aplicar ao respectivo participante a penalidade de advertência por escrito.

125. Caso tenha sido aplicada a penalidade de advertência por escrito a um determinado participante por três vezes, na quarta ocorrência de descumprimento da regra por esse participante em uma janela móvel de 24 meses, a B3 aplicará ao respectivo participante a penalidade de multa no valor de R\$ 50.000,00. Na quinta ocorrência, em uma janela móvel de 24 meses, será aplicada multa, de R\$ 200.000,00. Na sexta ocorrência, em uma janela móvel de 24 meses, será aplicada multa de R\$ 500.000,00 e restrição de realização de operações diretas no mês seguinte ao mês de aplicação da penalidade, conforme notificação a ser enviada pela B3 ao participante.

126. Outras multas e punições ainda poderão ser aplicadas ao participante em razão de infrações às novas regras, sem prejuízo da competência da BSM para aplicação de penalidades, dentro de sua esfera de atuação.

IV.7. Proposta encaminhada pela Ancord.

127. Nas conversas da SMI/GMA-2 com os representantes da Ancord - Associação Nacional das Corretoras de Valores, foram identificadas críticas à presente proposta da B3 de alteração das regras e parâmetros ofertas diretas. Tais críticas foram resumidas no documento OF-DG-018/2021 (1282370).

128. Resumidamente, a Ancord avaliou que a regra de ofertas diretas em discussão busca reduzir o impacto no mercado associado ao tamanho do negócio e à ausência de liquidez no livro. Nesse aspecto, a Ancord entende que se a intenção da regra dos diretos é a de evitar distorções no livro e preservar o princípio de *best execution*, deveria ser permitido o negócio direto quando for atingido o limite em somente uma das pontas das operações realizadas através de algoritmos TWAP e VWAP, e não nas duas, como propõe a B3.

129. O interesse da Ancord é o de permitir que fluxos direcionais de diversos clientes (inclusive do varejo) possam ser agrupados para atuar numa das pontas da oferta direta e absorver a demanda ou a oferta de uma grande oferta oposta.

130. O argumento da Associação é que exigir um *threshold* nas duas pontas representará uma preponderância na atuação de clientes institucionais, aliando a possibilidade de que os clientes varejo possam ter uma melhora de preço e liquidez em razão das ofertas grandes.

131. Adicionalmente, a Ancord sugeriu que as medidas de controle não deveriam incluir o estabelecimento de uma quantidade mínima entre o *bid/ask spread*, pois gera um benefício de preço para os clientes que não pode ser substituído pelo livro, mesmo que em lotes pequenos.

132. Em relação aos comentários recebidos da Ancord, a SMI/GMA-2 entende que a participação combinada de investidores de varejo, em ofertas diretas, não deve ser incentivada, pois as ordens individuais do varejo normalmente podem ser atendidas imediatamente pelo ambiente de negociação em razão de seu tamanho e da atuação não direcional (na compra e na venda), sobretudo em ativos de alta liquidez.

133. Ademais, o agrupamento de ordens de varejo possivelmente levaria a um represamento das ordens de clientes no intermediário, pois as ofertas individuais não seriam automaticamente inseridas no livro central. Além de ter um difícil monitoramento, isso causaria o esvaziamento momentâneo do livro, com prejuízo de todos os demais investidores que estivessem com ofertas firmes nos melhores preços de compra ou de venda, que poderiam ter suas ofertas preteridas.

134. A B3 informou à SMI/GMA-2 ter recebido da Ancord uma correspondência com igual teor. A B3 concluiu que o pedido da Ancord traz impactos não previstos na regra acima apresentada, tornando-se necessária a realização de análises adicionais sobre os efeitos da proposta.

135. Dessa forma, a SMI/GMA-2 entende que a regra encaminhada pela B3 não deva ser alterada para atender à proposta da Ancord.

V – DAS CONCLUSÕES

136. O processo de avaliação, pela SMI/GMA-2, do pedido da B3 para o estabelecimento de regras e parâmetros mínimos para o registro de ofertas diretas no mercado de ações foi objeto de ampla discussão entre as áreas técnicas nos últimos 16 meses, e resultou em regras e procedimentos que foram sendo gradualmente amadurecidos.

137. Em razão de todos os aperfeiçoamentos introduzidos pela B3 no processo de monitoramento e de aplicação de sanções aos participantes em relação à regra de ofertas diretas, e considerando-se todos os argumentos anteriormente apontados, a SMI/GMA-2 não tem restrições à aprovação do pleito da B3, e sugere que ele seja apreciado pelo Colegiado da CVM, ocasião em que se coloca à disposição para relatá-lo, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Respeitosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

André Francisco Luiz de Alencar Passaro

Gerente de Acompanhamento de Mercado - GMA-2

Ciente,

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral

[1] Vide processo SEI CVM 19957.002097/2016-90, documentos 0752661, 0752665, 0762983, 0762986 e 0762987.

[2] Vide Título II do referido Manual, itens 4.3.1 e 4.3.3

- http://www.b3.com.br/data/files/B1/63/E9/9A/214237107A2C2137AC094EA8/Manual%20de%20Procedimentos%20Operacionais%20de%20Negociacao_20200706_sem%20marcas.pdf
<Acesso em 26.02.2021>

[3] Estudo 1: Financial Conduct Authority (2017), 'Aggregate market quality - Implications of dark trading'. Disponível em:
<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/op17-29.pdf>

Estudo 2: Comerton-Forde, C. and Putniņš, T.J. (2015), 'Dark trading and price discovery', Journal of Financial Economics, 118. Disponível no documento SEI 1079153.

Estudo 3: Preece, R. (2012), 'Dark Trading: Is It Hurting Market Quality?', CFA Institute. Disponível em:
<https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2012/11/19/dark-trading-is-it-hurting-market-quality/>

[4] Nos estudos da B3, o lote mínimo adequado para ofertas diretas com ações Petrobras PN foi estimado em 330,8 mil ações, enquanto para Alpargas PN foi estimado em 4,4 mil ações.

[5] Novo dispositivo a ser inserido no MPO: "Artigo X, §1º: Caso seja identificada piora em relação a um ativo específico (ou seja, se for ultrapassado o threshold de 25% do ativo) ou em relação ao mercado como um todo (ou seja, se for ultrapassado o threshold de 13% do mercado), a B3 deverá, respectivamente, alterar o tamanho mínimo do direto do ativo específico ou do mercado, sendo o aumento de, no mínimo, 50% em relação ao tamanho anterior, em ambos os casos." (Grifo nosso)



Documento assinado eletronicamente por **André Francisco Luiz de Alencar Passaro, Gerente**, em 12/11/2021, às 11:22, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 12/11/2021, às 14:23, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 17/11/2021, às 18:47, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1386462** e o código CRC **2B534582**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1386462** and the "Código CRC" **2B534582**.