



### 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](http://www.cvm.gov.br)

Ofício Interno nº 11/2023/CVM/SMI/GMA-2

São Paulo, 21 de março de 2023.

Ao Senhor  
Alexandre Pinheiro dos Santos  
Superintendente Geral da  
Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: **Consulta encaminhada pela B3 acerca do enquadramento regulatório das soluções da B3 para negociações de grandes lotes - artigos 39 e 95 da Resolução CVM n.º 135/2022.**

Senhor Superintendente Geral,

## I. Introdução

1. Trata-se de consulta enviada pela B3 à SMI/GMA-2 acerca das “soluções da B3 para negociação de grandes lotes no mercado de valores mobiliários em mercado organizado de bolsa, em segmento específico de negociação” (1675325, p. 1). A consulta é apresentada no contexto das alterações promovidas pela Resolução CVM n.º 135, de 10 de junho de 2022, que incluíram as condições para a negociação de valores mobiliários por meio de “grandes lotes”. A edição da norma foi complementada pela divulgação da decisão do Colegiado em 4 de outubro de 2022 ([https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20221004\\_R1/20221004\\_D2695.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20221004_R1/20221004_D2695.html)), relativa à metodologia de determinação dos valores mínimos dos grandes lotes (processo SEI n.º 19957.005800/2022-60), bem como pela publicação posterior da Resolução CVM n.º 170, de 13 de outubro de 2022, que promoveu alterações pontuais na mencionada Resolução CVM n.º 135/2022.

2. Conforme se detalhará a seguir, na consulta a B3 apresenta a possibilidade de adoção de 13 soluções diferentes de negociação de grandes blocos, com variações em torno das formas de negociação e de transparência de informações. Conforme a B3, “após recebimento de resposta desta autarquia à presente consulta, a B3 apresentará, para aprovação desta autarquia, as alterações

aos normativos da B3 necessárias para implementação da solução para as quais essa autarquia não indicar a necessidade de estudos complementares” (1675325, p. 21).

3. Dada a profusão de alternativas, a análise das questões trazidas pela B3 partirá de três aspectos distintos, que nas propostas são interrelacionados: (i) as soluções de negociação, (ii) os critérios de execução de ofertas e (iii) os regimes de transparência. Após a avaliação de cada uma dessas dimensões, será apresentada uma conclusão geral sobre as 13 soluções, todas elas resultantes de diversas combinações possíveis entre as características (i), (ii) e (iii).

4. Antes da análise propriamente dita, será apresentado o contexto regulatório implementado pela Resolução CVM n.º 135/2022, nos aspectos mais relacionados à negociação de grandes lotes. É o que se inicia na seção a seguir.

## **II. O tratamento dos “grandes lotes” na Resolução CVM n.º 135, de 10 de junho de 2022**

5. Conforme disciplina o art. 95 da Resolução CVM n.º 135/2022, a negociação com o uso de grandes lotes pode ocorrer nas duas modalidades de mercados organizados atualmente admitidas, (i) bolsa (art. 116 e seguintes) ou (ii) balcão organizado (art. 142 e seguintes). Em cada uma delas, a negociação pode ocorrer em segmentos específicos (art. 6º) ou por meio de procedimentos específicos (art. 119, §1º para bolsa e art. 146 para balcão organizado).

6. No regime da Resolução CVM n.º 135/2022, a negociação em bolsa pode ocorrer de duas formas: (a) por meio de um sistema centralizado e multilateral de negociação (art. 116, I) ou (b) com formadores de mercado (art. 116, II). Nas duas modalidades é necessário uso de contraparte central (art. 116, parágrafo único). O “sistema centralizado e multilateral” é definido pela mesma norma como “aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todos os participantes autorizados a negociar no sistema” (art. 2º, XIII).

7. A Resolução CVM n.º 35/2021 apresenta o conceito de “oferta” (necessário para a compreensão do que se entende por sistema centralizado e multilateral), que é o “ato pelo qual o intermediário manifesta a intenção de realizar um negócio com valor mobiliário, para si, para seus clientes ou outras pessoas com quem mantenha relação contratual, registrando os termos e condições necessários no sistema de negociação de entidade administradora de mercados organizados” (art. 2º, IX da Resolução CVM n.º 35/2021).

8. Para a avaliação que se fará a seguir, é importante destacar que a negociação em bolsa deve obedecer às características exigidas pelo art. 119, incisos I a III, que relacionam a necessidade de “regular, adequada e eficiente formação de preços”, “pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas” e “disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços”.

9. No caso da opção pelo uso do sistema centralizado e multilateral de negociação, a norma exige que “a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação (art. 119, §1º), no que se denomina *price-time priority*. Mas este critério de formação de preços pode ser excepcionado, desde que sejam

adotados “procedimentos específicos de negociação” (que precisam ser previstos em regulamento da entidade administradora, previamente aprovados pela CVM). A partir da redação do mencionado art. 119, §1º, infere-se que os “procedimentos específicos” podem prever que o sistema centralizado e multilateral de negociação não respeite a chamada *price-time priority*, que constitui a regra geral de funcionamento e de priorização de fechamento de negócios no sistema de negociação da bolsa.

10. Nesse ponto a Resolução CVM n.º 135/2022 adota uma terminologia diferente daquela utilizada no regime anterior (Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007). Conforme a regra antiga, as exceções ao uso do *price-time priority* poderiam ocorrer no âmbito do que de denominava “procedimentos especiais de negociação” (art. 65, parágrafo único da Instrução CVM n.º 461/2007). A nova regra criou uma categoria (“procedimentos específicos”), ao mesmo tempo em que manteve o uso da expressão “procedimentos especiais” (e.g., art. 120, IV, art. 123), agora com alcance restrito ao que se conhece na prática de mercado como “leilões” (anteriormente regulamentados na Instrução CVM n.º 168/1991, revogada pela própria Resolução CVM n.º 135/2022, mas com procedimentos ainda em uso pois constam dos regulamentos da entidade administradora do mercado de bolsa).

11. Assim, os “procedimentos especiais” são aplicáveis em circunstâncias excepcionais, como em mudanças significativas de quantidade ou preço, determinação judicial, venda de participação de acionistas em mora, negociações consideradas atípicas e outras. Já os “procedimentos específicos” não são aplicados apenas em determinadas circunstâncias excepcionais, sendo regras diferenciadas de fechamento de negócios e de formação de preços no âmbito dos sistemas centralizados e multilaterais de negociação, conforme vieram a disciplinar os regulamentos das entidades administradoras do mercado de bolsa (a CVM ainda não apreciou as novas versões dos regulamentos das entidades administradoras que tratam desse tema).

12. Já os segmentos de negociação não são definidos pela Resolução CVM n.º 135/2022, a despeito das diversas referências existentes na norma. O art. 6º prevê a existência de “segmentos de listagem e de negociação” como subdivisões dos mercados organizados, sendo que ao presente estudo interessa a segunda categoria. As subdivisões devem considerar “as características das operações cursadas, os valores mobiliários negociados, seus emissores e investidores, requisitos de listagem e de admissão à negociação, o sistema de negociação utilizado e as quantidades negociadas”. O art. 7º exige que o funcionamento ou extinção de segmento depende de prévia autorização da CVM, o mesmo ocorrendo com suas normas de funcionamento (art. 180, I).

13. Adicionalmente, a Resolução CVM n.º 135/2022 prevê que os segmentos de negociação voltados para a negociação de grandes lotes podem ter políticas diferenciadas de divulgação de dados regulatórios, sendo admissível a “divulgação diferida ou agrupada” de informações, mais especificamente, informações eventuais e periódicas dos emissores, dados negócios realizados ou registrados, estatísticas de negociação, anúncios da adoção de procedimentos especiais de negociação e decisões de suspensão das atividades de participantes (art. 40 c/c art. 39, III a VIII).

14. Ainda que não exista definição na Resolução CVM n.º 135/2022 do que deve ser considerado um “segmento de negociação”, pode-se assumir que um segmento de mercado organizado é um subconjunto específico cuja negociação observa características comuns, seja quanto aos valores mobiliários admitidos, às regras e procedimentos de negociação, à admissão de participantes e assim por diante. Nesse sentido, para o caso específico da negociação em bolsa, podem coexistir diferentes sistemas centralizados e multilaterais (e respectivos “livros de

ofertas”), com regras próprias de funcionamento, desde que pertencentes a segmentos distintos.

15. Neste ponto reside o caráter “centralizado” da negociação na linguagem da Resolução CVM n.º 135/2022: ofertas relativas a valores mobiliários admitidos em um mesmo segmento de negociação devem convergir para um mesmo livro de ofertas, onde devem interagir e os negócios serão fechados, observadas as regras particulares daquele segmento. Repare-se que a “centralização” não impede que um mesmo valor mobiliário seja admitido em mais de um segmento, sendo a melhor ilustração desta situação na B3 a coexistência de livros de ofertas apartados para o mercado à vista e o mercado fracionário (inclusive com o uso de *tickers* diferentes de negociação, ainda que seja o mesmo valor mobiliário). Os valores mobiliários são os mesmos e os preços praticados nos dois segmentos tendem a convergir em função da arbitragem praticada pelos participantes, mas as ofertas colocadas em um livro não se confundem com aquelas colocadas no outro.

16. A criação de múltiplos segmentos atende a necessidades específicas e auxilia na criação de mecanismos mais eficientes, por exemplo, com custos, regras de negociação, procedimentos operacionais e regimes de transparência mais adaptados às necessidades dos participantes.

17. A seu turno, em contraposição ao mercado de bolsa, no mercado de balcão organizado admite maior flexibilidade de formas de negociar: além do (a) sistema centralizado e multilateral e do (b) uso de formador de mercado (admitidos para os mercados de bolsa e com a mesma exigência de contraparte central para compensação e liquidação das operações), é possível (c) a negociação centralizada e bilateral de negociação (entre contrapartes previamente habilitadas) e (d) o registro de operações previamente realizadas, fora dos sistemas de negociação (art. 145).

18. A exemplo do exigido para o mercado de bolsa, no balcão organizado a regra geral de formação de preços no sistema centralizado e multilateral também deve obedecer ao *price-time priority*. Tal como na bolsa, a inobservância desse critério é admissível apenas nas hipóteses de procedimentos específicos de negociação (art. 146), previamente aprovados pela CVM. Todavia, em contraste com o mercado de bolsa, a Resolução CVM n.º 135/2022 não exige a previsão de procedimentos especiais de negociação (“leilões”) para o balcão organizado.

19. Retornando à questão dos grandes lotes, observa-se que as modalidades de negociação à disposição para o mercado de bolsa (a e b acima) são mais restritas que para o balcão organizado (que também inclui c e d). Mas a estrutura de mercado criada com a nova regulamentação admite as seguintes possibilidades: (i) criação de segmentos específicos de negociação ou (ii) uso dos segmentos já existentes, mas com negociação por meio de procedimentos específicos, admitindo-se a criação de outro critério de formação de preços que não o *price-time priority*.

20. Adicionalmente, para o caso específico da negociação por meio de grandes lotes e por força da previsão contida no art. 95, §6º, mediante pedido fundamentado da entidade administradora a CVM pode dispensar a observância (1) dos quesitos constantes do *caput* do art. 77, que exige “transparência das ofertas e operações realizadas” e “adequada formação de preços” (e se aplica tanto a bolsa como balcão organizado) e (2) do art. 119, III, que impõe a “disseminação pública das ofertas e negócios [...], com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços” (neste segundo caso, aplicável exclusivamente aos mercados de bolsa).

21. É neste contexto que a B3 apresenta sua consulta, que passa a ser analisada em mais detalhes na seção a seguir.

### III. As soluções para o mercado de bolsa

22. Todas as soluções mencionadas na consulta da B3 são relativas ao mercado de bolsa, mas sem interação das ofertas destinadas à negociação dos grandes lotes com as ofertas do livro central de ofertas atualmente existente (para os fins deste estudo, será utilizada a expressão “livro central de ofertas” para se fazer referência ao mercado de lote padrão, de maior representatividade para a formação de preços). Segundo a B3, as soluções “foram amplamente debatidas com intermediários e investidores institucionais ao longo dos últimos meses” (1675325, p. 2-3) e permitirão “endereço necessidades presentes do mercado brasileiro, facilitando a execução, potencialmente reduzindo os custos implícitos de negociação pela menor exposição dos lotes ao mercado e reduzindo possíveis movimentações abruptas e distorções temporárias de preços que essas operações podem gerar no livro central” (1675325, p. 2).

23. Ainda no entender da B3, a caracterização das soluções como típicas do mercado de bolsa é justificada pelo acesso equitativo de investidores e pela adequada e eficiente formação de preços decorrente da possibilidade e encontro e interação de ofertas em sistema multilateral. Ademais, para todas as soluções é exigida a compensação e liquidação por meio da própria B3, que para esses fins funciona como contraparte central, além da necessária participação de intermediário (participante da B3), autorizado a atuar como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

24. As soluções podem ser divididas em três grupos distintos, conforme suas características:

#### III.1. Midpoint Order Book (MOB)

25. A B3 define o Midpoint Order Book (“Midpoint”) como um “livro no qual as ofertas são enviadas com preço limite de execução definido pelo investidor e cujo preço de execução se dá pela média de preços da melhor oferta de compra e da melhor oferta de venda do livro central de ofertas da B3” (1675325, p. 4). Segundo esta modalidade, “as ofertas do livro Midpoint possuem interação competitiva apenas entre ofertas do mesmo tipo”, sem possibilidade de comunicação com livro central ou outras soluções de negociação de grandes lotes.

26. Conforme esclarece a bolsa, o Midpoint funciona como um livro segregado de interação de ofertas de maneira multilateral, com o uso de códigos de instrumento específicos (*tickers* de negociação). As ofertas nele inseridas podem agredir ou ser agredidas apenas por outras ofertas de mesma natureza (Midpoint) e precisam ser enviadas em múltiplos do tamanho mínimo de grande lote definido pela CVM. A execução das ofertas também só poderá ocorrer em lotes múltiplos do tamanho mínimo definido pela CVM. As ordens possuem validade para o dia e não há geração de negócios via Midpoint enquanto o instrumento estiver submetido a procedimento especial de negociação (“leilão”) no livro central de ofertas.

27. Em termos práticos, o cliente define um preço limite para referência (e.g., um valor máximo para compra ou um valor mínimo para a venda), mas a execução do negócio ocorre ao preço correspondente à média do preço da melhor oferta de compra e do preço da melhor oferta de venda visíveis no livro central de ofertas. Ainda conforme a proposta da B3, o preço médio será calculado de forma

automática e contínua ao longo da sessão de negociação, sendo que, na ausência do melhor preço de compra ou de venda, as ofertas não são executadas. De outro lado, se o *spread* entre o preço da melhor oferta de compra e da melhor oferta de venda estiver “fechado” (apenas R\$ 0,01 de diferença entre ambos), são executados dois negócios: metade da quantidade negociada no melhor preço de compra, metade negociada no melhor preço de venda.

### III.2. Book of Block Trade (BBT)

28. Esta segunda modalidade (Book of Block Trade ou “BBT”) também constitui um livro apartado do livro central de ofertas e com código de instrumento próprio, mas ao contrário do Midpoint é voltado para a negociação de blocos sob duas modalidades próprias, (i) de forma contínua ou (ii) por meio de leilões realizados em horários pré-determinados (que não se confundem com os leilões dos procedimentos especiais de negociação, realizados no livro central de ofertas).

29. No caso do BBT, a exemplo do Midpoint também há interação de ofertas de maneira multilateral, mas sem vasos comunicantes com o livro central de ofertas, ou seja, a “oferta BBT” pode, exclusivamente, agredir e ser agredida por outra “oferta BBT”. Todavia, ao contrário do Midpoint (em que o preço de execução é determinado pelas melhores ofertas de compra e de venda existentes no livro central), no BBT o preço do negócio fechado pode ser maior ou menor que o praticado no livro central (conforme as características das ofertas colocadas), mas estará sujeito a “túneis” de negociação definidos pela B3. Para a definição do túnel, na abertura da sessão de negociação é considerado o preço de fechamento no livro central; ao longo do dia, o preço de referência do túnel de rejeição passa a ser o preço do último “negócio BBT”.

30. Conforme a B3, os participantes poderão enviar ofertas de compra e venda ao livro BBT, onde aguardarão execução contra outras ofertas ocultas. Leilões extraordinários podem acontecer mediante determinação prévia da B3, em hipóteses a serem posteriormente detalhadas.

### III.3. Request for Quote (RFQ)

31. Para a terceira modalidade proposta pela B3 (*Request for Quote*, RFQ), a negociação dos grandes lotes se dará por meio do envio de solicitação de cotações de compra e de venda para determinado valor mobiliário, ou seja, um participante envia uma requisição de cotação aos demais, em valores múltiplos do tamanho mínimo de grande lote especificado pela CVM. Trata-se de uma solução semelhante àquela já utilizada pela própria B3 no mercado de renda fixa (sistema *Trader*) e por outras bolsas no exterior.

32. Após receberem a requisição, consideradas suas condições (instrumento, preço limite para fechamento, natureza da operação e quantidades mínimas de execução e total da ordem), outros participantes poderão enviar respostas que interagirão somente com esta requisição. Se estiverem dentro do preço limite definido pelo requisitante, há o casamento das requisições e respostas no sistema RFQ e execução dos negócios no sistema de negociação da B3, com o uso de um código de negociação específico. Os negócios são executados considerando o melhor preço das respostas até o limite definido na requisição.

33. Tanto as requisições como as respostas são consideradas firmes, sendo consideradas válidas dentro do prazo especificado pelo participante requerente. Neste particular, segundo a B3, “apesar de ser um atendimento a uma requisição, a solução RFQ envia a solicitação de cotação a todo o mercado, ou seja, não é possível que o envio da requisição nem o *matching* das operações ocorram de forma bilateral” (1675325, p. 16).

34. As requisições de cotação serão divulgadas pela B3 no canal de notícias do *market data* do sistema de negociação, que informará da existência de uma oferta ou requisição de cotação em determinado instrumento, sem informar o tipo de oferta (compra ou venda), quantidade, preço limite da oferta e corretora. O requisitante, a seu exclusivo critério, poderá divulgar os detalhes adicionais da requisição ao mercado, como quantidade e preço.

35. A exemplo do BBT, na negociação por meio do RFQ as cotações não dependem diretamente dos preços praticados no livro central de ofertas, com a possibilidade de ágio ou deságio. Mas também haverá para o RFQ a definição de túneis de negociação, de forma a evitar diferenças excessivas em relação aos preços praticados no mercado transparente.

#### **III.4. Conclusão parcial - soluções do mercado de bolsa**

36. Considerando-se que as três propostas são apresentadas como modalidades de negociação no mercado de bolsa e (presume-se) em segmentos específicos de negociação, inicialmente é necessária uma avaliação da sua adequação às modalidades admitidas para essa categoria de mercado organizado. Como nenhuma delas propõe o uso de formador de mercado, a única alternativa restante para o mercado de bolsa é seu funcionamento como sistema centralizado e multilateral. Como visto em seção anterior, da conjugação do conceito de “oferta” (da Resolução CVM n.º 35/2021) com o conceito de sistema centralizado e multilateral (da própria Resolução CVM n.º 135/2022), decorrem as características necessárias: (i) realização de operações a partir de intenções de realização de negócios (“ofertas”), (ii) o registro dos termos e condições das ofertas no sistema de negociação, (iii) o uso de um mesmo canal de negociação (“centralizado”) e (iv) exposição à aceitação e concorrência de todos os participantes (“multilateral”).

37. Conforme apresentadas, as três propostas atendem aos requisitos acima, ainda que, no caso do RFQ, a “solicitação de cotação” e a “resposta” fujam de noção habitual de “oferta”. Mas, conforme mencionado, o conceito de “oferta” encontrado na regulamentação da CVM (art. 2º, IX da Resolução CVM n.º 35/2021: “ato pelo qual o intermediário manifesta a intenção de realizar um negócio com valor mobiliário [...], registrando os termos e condições necessários no sistema de negociação de entidade administradora de mercados organizados”) não é estranho ao modelo proposto pela B3.

38. Sobre o RFQ, ainda há três outros aspectos que precisam ser mencionados: inicialmente, a B3 já conta com um sistema de RFQ para a negociação de renda fixa no balcão organizado. Conforme o “Manual de Normas Plataforma de Negociação do Balcão B3 (<https://bit.ly/3F2cPEq>), sua finalidade é “possibilitar a um Participante Demandante solicitar preço/taxa de compra, preço/taxa de venda ou, simultaneamente, preços/taxas de compra e de venda para um Ativo Cetipado, ou para um Título Selic, às suas Contrapartes Seleccionadas” (art. 35 do “Manual”). Mas pelas informações apresentadas na consulta da B3, o que se propõe é distinto, pois no sistema destinado aos grandes lotes não haveria a possibilidade de “escolha” de contrapartes (funcionalidade que o descaracteriza como sistema multilateral sob o regime da Resolução CVM n.º 135/2022), seja para visualização ou a execução da operação.

39. Um segundo aspecto a ser mencionado diz respeito ao recente pronunciamento da European Securities and Markets Authority (ESMA), que em documento publicado em fevereiro de 2023 reiterou manifestações anteriores no sentido de que, à luz do MiFID II, *request-for-quote systems* são consideradas categorias de sistemas centralizados e multilaterais, e, portanto, dependem de autorização prévia para funcionamento como *trading venue* (vide “Final Report On

ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter" em <https://bit.ly/3EWwup1>).

40. Finalmente, um terceiro aspecto que precisa ser ressaltado diz respeito à necessária caracterização das ofertas no RFQ como "firmes", o que é explicitamente apresentado pela B3 em sua descrição ("As requisições e respostas são firmes [...]"). Nesse sentido, ressalvadas as hipóteses de cancelamento posterior e de validade das ofertas (que precisam ser pormenorizadas em regulamento), as ofertas no RFQ do mercado de bolsa não devem se prestar a meras "sondagens", "prospecções" ou iniciativas similares, que possibilitem ao solicitante um cancelamento posterior da solicitação enviada, após acesso às respostas enviadas pelos demais participantes.

41. Superada a questão da adequação das três soluções às características dos mercados de bolsa (conforme estruturados pela Resolução CVM n.º 135/2022), resta ainda a questão da formação de preços em cada um desses três segmentos vis-à-vis os preços observados no livro central de ofertas. No que diz respeito ao MOB, não é um tópico que oferece riscos, pois o preço da operação realizada será correspondente à média de preços da melhor oferta de compra e da melhor oferta de venda do livro central de ofertas da B3, onde há maior liquidez.

42. Já para o BBT os preços podem ter ágio ou deságio em relação àqueles daqueles praticados no livro central no mesmo momento, ainda que sujeitos a "túneis" de negociação, *i.e.*, valor mínimos e máximos aceitáveis para as ofertas cursadas neste segmento. Ainda que (i) a ocorrência de preços diferenciados em relação ao livro com maior liquidez não seja um problema *per se* e que (ii) a CVM deva, em momento posterior, avaliar a razoabilidade dos critérios utilizados pela B3 para a determinação dos limites dos "túneis", não é desejável a ocorrência de preços excessivamente descolados entre os negócios no BBT e aqueles observados no livro central.

43. Sobre os "túneis" foi mencionado que "o preço de referência do túnel de rejeição será o preço do último negócio BBT, exceto para o primeiro negócio, para o qual será considerado o preço de fechamento do ativo no livro central da B3". A respeito, a exemplo do proposto pela própria B3 para o RFQ (1675325, p. 8), a GMA-2 entende que a referência deve sempre ser o livro central de ofertas, onde se espera que a liquidez seja sempre maior, com maior potencial para a formação eficiente de preços.

44. Nessa medida, é inconveniente o uso do preço do próprio "negócio BBT", pois este já pode guardar ágio ou deságio em relação àquele praticado no livro central. Ainda que sejam aplicados os "túneis", o uso de uma referência já possivelmente descolada do preço do mercado público pode potencializar a ocorrência de diferença ainda maior, o que não é salutar para o processo de formação de preços, mesmo em uma situação de segmento específico de negociação. Assim, para os fins de controle dos preços praticados, seria recomendável sempre o uso do preço do livro central, não apenas para o primeiro negócio do dia no BBT, como propõe a B3.

#### **IV. Critérios de execução de ofertas**

45. O segundo tema que merece análise detalhada diz respeito aos critérios de fechamento de negócios a partir das ofertas inseridas nos sistemas de negociação. Conforme visto, o regime da Resolução CVM n.º 135/2022 trabalha com o conceito de que a negociação em sistema centralizado e multilateral deve obedecer à regra geral de *price time priority*, ou seja, com "precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada



das ofertas no ambiente ou sistema de negociação” (art. 119, §1º). Sistemas que utilizem outros critérios precisam se utilizar da faculdade do “procedimento específico de negociação”, previsto na própria norma, que, contudo, não estabelece *a priori* quais outros critérios podem ser admitidos - cabe ao proponente a apresentação de proposta, sujeita à aprovação da CVM.

46. Na proposta ora encaminhada, a B3 apresenta alternativas distintas de priorização de ofertas. A depender da situação e conforme se detalhará a seguir, cada uma delas pode ser aplicada a cada uma das três modalidades de negociação já apresentadas, a saber, Midpoint Order Book - MOB, Book of Block Trade - BBT e Request for Quote - RFQ. O primeiro critério é exatamente o *price time priority*, já expressamente previsto na Resolução CVM n.º 135/2022 como a regra geral para fechamento de negócios no sistema centralizado e multilateral. A respeito, pelo menos no que diz respeito aos critérios de priorização das ofertas para fechamento de negócios, não é necessária a utilização de um procedimento específico de negociação, pois se trata da forma já admitida pela norma e utilizada no livro central da B3.

47. O segundo critério apresentado pela B3 utiliza como escala de prioridade as variáveis (i) preço, (ii) corretora responsável pela oferta e (iii) ordem cronológica, segundo o qual as ordens da mesma corretora têm prevalência sobre o momento (horário) de colocação da oferta. Ou seja, para o mesmo patamar de preços, ainda que colocada posteriormente, a oferta de um cliente da mesma corretora prevalece sobre a oferta anterior de um investidor que não o seja. A diferença em relação à “regra geral” do sistema centralizado e multilateral reside na inserção de um elemento adicional (*in house priority*) não originalmente previsto.

48. Depois há o terceiro critério, que trabalha com o conceito de “livro exclusivo”, segundo o qual cada corretora passa a contar com um livro próprio e exclusivo para uso na negociação de grandes lotes. Segundo essa modalidade, as ofertas são priorizadas dentro do livro mantido de forma apartada pelo próprio intermediário, segundo o critério *price time priority*. Mas essas ofertas não são expostas imediatamente aos demais participantes e seus clientes. Apenas após certo tempo (a ser definido na regulamentação da B3), depois de aguardar a chegada de outras ofertas de clientes da mesma corretora na ponta oposta (em caso de não execução como operações diretas), essas ofertas são enviadas ao livro central da B3 (“transbordo”), para exposição ao mercado, onde passam estar sujeitas às ofertas agressoras dos demais participantes segundo as regras usuais de execução (*i.e.*, *price time priority*).

49. Finalmente, a B3 apresenta um quarto critério, que também trabalha com o conceito de “livro exclusivo”, mas sem admitir a possibilidade de “transbordo”. Segundo esta quarta alternativa, as ofertas recebidas de clientes permanecem em livro próprio e exclusivo da corretora, sem a necessidade de envio compulsório ao livro central de ofertas da B3. Ou seja, segundo esta última modalidade, as ofertas em questão poderiam interagir única e exclusivamente com ofertas de clientes da mesma corretora, sem qualquer transparência para o mercado e sem possibilidade de interação com as ofertas colocadas por outros participantes, ainda que *a posteriori*.

#### **IV.1. Conclusão parcial - critérios de execução de ofertas**

50. Como mencionado anteriormente, são características necessárias da negociação em bolsa a “regular, adequada e eficiente formação de preços”, “pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas” e “disseminação pública

das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços” (Resolução CVM n.º 135/2022, art. 119, I a II). Ainda que utilizados critérios diferenciados de priorização de ofertas para fins de execução de operações (como os já mencionados “procedimentos específicos de negociação”), tais características precisam subsistir, ainda que em termos práticos sua materialização tenha nuances, a depender do sistema de negociação de que se trata.

51. Nesse sentido, de pronto é necessário reconhecer que os dois critérios propostos pela B3, a saber, o *price-time priority* e o *in-house priority* já são admitidos pela CVM. O primeiro de forma textual na própria Resolução CVM n.º 135/2022, pois se trata da regra geral de execução de operações em sistema centralizado e multilateral (art. 119, §1º). Por sua vez, o segundo critério passou a ser admitido pela CVM como modalidade de procedimento específico de negociação com a aprovação do produto conhecido como *retail liquidity provider* - RLP, ainda que à época de sua aprovação, tenha sido apreciado pela CVM como modalidade de procedimento especial de negociação, pois a Instrução CVM n.º 461/2007 não previa os “procedimentos específicos de negociação, como agora o faz a nova norma (vide Reunião do Colegiado n.º 18, de 21 de maio de 2019 em [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1.html)).

52. Já para as duas propostas que utilizam o “livro exclusivo” (com ou sem “transbordo”), a situação é diferente, pois, seja de forma permanente ou temporária, o participante (intermediário) se furta a dar imediata execução à ordem transmitida pelo cliente (ao deixar as correspondentes ofertas retidas em seu próprio livro), pois evita que outros intermediários possam agredir a oferta resultante daquela ordem. Ou seja, não se tratará mais de um sistema centralizado e sim fragmentado em tantos livros quantos forem os participantes interessados na funcionalidade. Também não será um sistema multilateral, pois a regra passará a ser a da impossibilidade - temporária ou definitiva - de fechamento de ofertas com aquelas oriundas de outro intermediário.

53. Nesse sentido, com a admissão dos “livros exclusivos” existe potencial comprometimento da formação de preços e da disseminação de ofertas com rapidez, amplitude e detalhes suficientes, que tornam a terceira e quarta propostas inviáveis à luz do regime da Resolução CVM n.º 135/2022.

## V. Transparência

54. Paralelamente às três soluções de negociação (MOB, BBT e RFQ) e aos quatro critérios de execução de ofertas, a consulta da B3 também explora as diferentes possibilidades de transparência pré e pós-negociação, potencialmente aplicáveis à negociação sob a forma de grandes lotes.

55. No caso da transparência pré-negociação, a B3 não apresenta propostas específicas, informando apenas que “as soluções de blocos da B3 foram desenvolvidas para permitir ou restringir as informações de transparência pré-negociação (ofertas ou requisições de cotação), sendo elas instrumento, tipo de oferta (compra ou venda), quantidade, preço e corretora, ou seja, as mesmas informações divulgadas nas ofertas realizadas no livro central”. Sobre a possibilidade de diferimento, registrou que “as informações poderão ser divulgadas imediatamente após o envio ou não divulgadas ao mercado” (1675325, p. 13).

56. Já o regime proposto para a transparência pós-negociação é mais específico e segue a lógica de que quanto maior o lote efetivamente negociado

(sempre igual ou maior que o lote mínimo divulgado pela CVM para fins de caracterização de grande lote), maior o diferimento necessário para a divulgação dos negócios realizados, o que estaria em linha com os critérios utilizados na Europa.

57. Segundo a B3, o regime da MiFID II e da MiFIR permite a isenção de transparência pré-negociação e divulgação de transparência pós-negociação com tempo diferido após a execução. No primeiro caso a transparência pré-negociação pode ser dispensada para ofertas acima do tamanho mínimo de blocos (*Large in Scale*). Já a transparência pós-negociação pode ocorrer com tempo diferido se for o caso de negociações em tamanhos significativamente maiores que o tamanho mínimo de blocos, podendo ocorrer, a depender do tamanho e da média diária negociada, de 60 a 120 minutos após o negócio ou até mesmo no final do pregão regular, ou ainda se forem executados na conta própria da corretora.

58. Nessa linha, a B3 consulta a CVM sobre a possibilidade de uso de cinco modalidades: a primeira aplicável a lotes de até 20x o lote mínimo definido pela CVM, com divulgação imediata do fechamento do negócio. A seguir, divulgações diferidas por 60, 120 e 180 minutos, para lotes iguais ou superiores a 20x, 40x e 60x o lote mínimo definido pela CVM, respectivamente. E divulgação apenas após o encerramento do pregão, para lotes iguais ou superiores a 100x o lote mínimo.

## **V.1. Conclusão parcial - transparência**

59. Ainda que se trate de um mercado de bolsa, o art. 95, §6º autoriza a avaliação de regimes diferenciados de transparência pré (ofertas) e pós-negociação (negócios). Especificamente no que se refere ao regime de transparência pré-negociação, em razão da falta de propostas mais concretas a respeito e das correspondentes motivações, fica impossibilitada uma avaliação.

60. Como sabido, em linhas gerais, maior transparência implica aumento de eficiência na formação de preços e atração de liquidez. No entanto, se admite que em mercados ou segmentos para negociação de grandes lotes benefícios como a redução de volatilidade, por exemplo, podem justificar maior opacidade. Dada a sensibilidade e a criticidade do tema, a SMI considera que regimes diferenciados de transparência devem ser apresentados com detalhes e todos os fundamentos que justifiquem a sua adoção tendo em vista as regras de negociação aplicáveis a cada caso concreto.

61. Já a proposta de transparência pós-negociação parece ser razoável e traz o benefício de ser inspirada no regime europeu, a exemplo da própria metodologia de determinação dos montantes que servem de referência para os grandes lotes. O que se pode exigir de antemão é que não deve ser admitida a divulgação das operações realizadas após a publicação dos dados das operações decorrentes do livro central de ofertas, já divulgadas publicamente ao fim de cada pregão.

62. Todavia, uma avaliação mais precisa carece de uma apreciação da proposta à luz dos resultados concretamente observados no mercado brasileiro, e, nessa medida, sugere-se a solicitação de dados adicionais sobre a aplicação dos prazos ora propostos, sob a forma de um *back test*.

63. Após o exame dessas informações haverá material suficiente para uma decisão mais abalizada, mas, pelo menos de início, é importante reconhecer que (i) um diferimento na divulgação de informações de negócios realizados é uma medida não apenas aceitável, mas até mesmo necessária para se atingir os objetivos buscados na regulamentação dos grandes lotes. Ao mesmo tempo, é necessário (ii)

assegurar um nível mínimo de informações, seja de pré ou pós-negociação, de maneira a orientar os participantes de mercado na atuação em cada segmento específico.

## VI. Considerações finais e proposta de encaminhamento

64. À luz do exposto, a SMI sugere a apresentação de resposta à B3, no seguinte sentido:

a) admissão, em tese, das modalidades de negociação MOB, BBT e RFQ, no ambiente de bolsa e com o uso de contraparte central, respeitada a necessidade de (i) negociação do lote mínimo definido pela CVM (ou de seus múltiplos), com o necessário cancelamento de eventuais “sobras” (na consulta, para o MOB e o RFQ essa condição está explícita, o que não ocorreu com o BBT) e (ii) uso do preço praticado no livro central de ofertas como referência para a determinação dos “túneis” de rejeição;

b) possibilidade de aplicação dos critérios de *price time priority* e *in house priority* ;

c) impossibilidade de uso dos “livros exclusivos”, com ou sem transbordo, por incompatibilidade com o funcionamento de sistema centralizado e multilateral no ambiente de bolsa (art. 2º, XII c/c/ art. 116, I da Resolução CVM n.º 135/2022);

d) necessidade de apresentação de informações adicionais para se apreciar a possibilidade de flexibilização das regras de transparência pré e pós-negociação, dada (i) a ausência de proposta concreta para o primeiro caso e (ii) a necessidade de avaliação dos potenciais impactos da adoção do critério proposto no segundo, com a apresentação pormenorizada das motivações em cada proposta.

65. Desta forma, pelo menos em tese e à luz das informações disponibilizadas até o momento, seriam admissíveis as Propostas 1 a 6, condicionadas à análise mais aprofundada de cada uma delas, em particular no que se refere aos regimes de transparência. Tais propostas podem ser assim sintetizadas:

**Tabela 1 - Síntese das propostas da B3, relativas às alternativas 1 a 6 (Elaboração: B3, p. 17-19).**

	<b>Proposta 1</b>	<b>Proposta 2</b>	<b>Proposta 3</b>	<b>Proposta 4</b>	<b>Proposta 5</b>	<b>Proposta 6</b>
<b>Solução de grandes lotes</b>	Midpoint	BBT	RFQ	Midpoint	BBT	RFQ
<b>Critério de execução</b>	Price-time priority <sup>1</sup>	Price-time priority	Price-time priority	In-house priority	In-house priority	In-house priority
<b>Transparência pré-negociação</b>	Não	Não	Não <sup>2</sup>	Não	Não	Não <sup>3</sup>
<b>Transparência pós-negociação</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas da B3 (Tabela 1): <sup>1</sup> Importante reforçar que, para a solução Midpoint, o

fator “preço” não é considerado porque as ofertas são sempre executadas pelo Preço Midpoint (média do preço da melhor oferta de compra e do preço da melhor oferta de venda visíveis no livro central de ofertas), permanecendo somente a ordem cronológica de ingresso das ofertas e sua elegibilidade no momento do matching, por conta do preço limite colocado na oferta.<sup>2</sup> No caso do RFQ, as informações a serem disponibilizadas para transparência pré-negociação serão definidas pelo investidor no envio da requisição.<sup>3</sup> No caso do RFQ, as informações a serem disponibilizadas para transparência pré-negociação serão definidas pelo investidor no envio da requisição.

66. Ao mesmo tempo, a interpretação implica uma resposta negativa *ante* para as Propostas 7, 8, 9 e 10 da consulta da B3 (1675325, p. 19), conforme abaixo:

**Tabela 2 - Síntese das propostas da B3, relativas às alternativas 7 a 10 (Elaboração: B3, p. 19).**

	<b>Proposta 7</b>	<b>Proposta 8</b>	<b>Proposta 9</b>	<b>Proposta 10</b>
<b>Solução de grandes lotes</b>	Midpoint	Midpoint	BBT	RFQ
<b>Critério de execução</b>	Livro exclusivo com transbordo concomitante	Livro exclusivo com transbordo intercalado	Livro exclusivo sem transbordo	Livro exclusivo com transbordo concomitante
<b>Transparência pré-negociação</b>	Não	Não	Não	Não <sup>4</sup>
<b>Transparência pós-negociação</b>	Sim	Sim	Sim	Sim

Notas da B3 (Tabela 2): <sup>4</sup> No caso do RFQ, as informações a serem disponibilizadas para transparência pré-negociação serão definidas pelo investidor no envio da requisição.

67. Ante do exposto, a SMI sugere que as conclusões da área técnica sejam levadas ao conhecimento do Colegiado da CVM, ocasião em que esta Superintendência se coloca à disposição para assumir sua relatoria, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Respeitosamente,

André Francisco Luiz de Alencar Passaro  
Gerente de Acompanhamento de Mercado -2 (GMA-2)

De acordo.

Ao SGE.

Francisco José Bastos Santos

À EXE,  
para as providências necessárias.

Alexandre Pinheiro dos Santos  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Gerente**, em 22/03/2023, às 10:53, 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 22/03/2023, às 12:04, 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://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1744399** e o código CRC **4E47CB9B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://super.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1744399** and the "Código CRC" **4E47CB9B**.*