



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004073/2022-13

Reg. Col. 1735/20

Interessado:	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Assunto:	Avaliação do novo modelo de contrato futuro de bitcoin referenciado no índice Nasdaq Bitcoin Reference Price
Relator:	Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI
Manifestação de Voto:	Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3” ou “Bolsa”), submetendo à análise desta Autarquia pedido de autorização para a listagem de um novo modelo de contrato futuro com liquidação financeira calculado com base no índice *Nasdaq Bitcoin Reference Price* (“NQBTC”), nos termos do disposto no art. 3º do Anexo Normativo II à Resolução CVM (“RCVM”) nº 135/22.
2. O presente pleito relaciona-se com um primeiro pedido submetido pela B3, em abril de 2022¹, para a aprovação do mesmo modelo de contratos futuros com liquidação financeira calculado com base no NQBTC. Naquela ocasião, após interações entre a GMA-2 e B3, foi elaborado o Parecer Técnico Nº 43/2022-CVM/SMI/GMA-2², que concluiu pela não aprovação da proposta, por não atender ao disposto no Anexo II da RCVM nº 135/22.
3. No entendimento da Área Técnica na época do primeiro pedido, “[o] Nasdaq Bitcoin Reference Price Index, apesar de ter metodologia de cálculo pública, não atende completamente ao disposto no art. 7º do anexo II da RCVM 135, que determina que os ativos subjacentes aos contratos derivativos negociados em mercado organizado devem ter seu valor apurado com base em preços e metodologias consistentes e passíveis de verificação, sendo que o cálculo do índice NQBTC depende de um conjunto não público de dados”.

¹ Doc. 1489740.

² Doc. 1616435.



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

www.cvm.gov.br

4. Em março de 2023, foi apresentado novo pedido de aprovação de um modelo de contrato futuro de bitcoin idêntico ao modelo apresentado em abril 2022. Desta vez, com aperfeiçoamentos no que se refere à divulgação de bases de dados diários relacionados com o índice de liquidação do NQBTC e a exigência de margem mínima e de controle de alavancagem para esse contrato futuro, semelhante à já praticada nos minicontratos futuros de Ibovespa (WIN) e de dólar (WDO).
5. Após análise detalhada, a Área Técnica emitiu o Ofício Interno nº 38/2023/CVM/SMI/GMA-2, em que manifestou entendimento de que a proposta apresentada de novo modelo de contrato futuro de bitcoin tem características que atendem ao disposto no art. 2º do Anexo II da RCVM nº 135/22.
6. No entanto, em razão (i) “*de tais contratos futuros referenciados em índices de criptomoedas não serem [...] produtos comumente listados em bolsas no exterior*”; e (ii) “*do elevado risco de base do ativo subjacente e da ausência de uma efetiva regulação sobre o mesmo ou de um órgão que supervisione tal mercado*”; a Área Técnica entendeu caber ao Colegiado, nos termos do disposto no inciso IV do art. 184 da RCVM nº 135/22³, avaliar a conveniência da oferta ao público de varejo local de um contrato derivativo listado em bolsa que apresenta alto risco e potencial de perda elevada.
7. Feita essa contextualização, passo, então, a tratar dos itens que constam da análise realizada pela SMI e adianto minha concordância ao posicionamento da Área Técnica.
8. De início, observo como um ponto de atenção o fato de serem escassas as ofertas de contratos futuros referenciados em criptomoedas ou em índices de criptomoedas. Sendo, atualmente, as únicas experiências existentes os contratos futuros (e de opções) referenciados em índices de bitcoin e em índices de ether listados nos EUA pelo CME Group e pela Coinbase.
9. A regulação sobre a negociação de bitcoins ainda é incipiente e a supervisão desse mercado *spot* pode ser aprimorada, o que eleva o risco de que os negócios dos ativos subjacentes possam ser objeto de fraude ou de manipulação.

³ Art. 184. Compete ao Colegiado deliberar sobre a autorização prévia nos casos envolvendo alterações normativas e estatutárias, ou deliberações societárias ou dos órgãos da administração que:

(...)

IV – introduzem modificações que, de acordo com a avaliação de risco da SMI, justificam sua submissão ao Colegiado para deliberação.



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

www.cvm.gov.br

10. Por último, observo as condições do produto a ser ofertado para o público de varejo.
11. Nos minicontratos WIN e WDO, semelhantes ao modelo proposto para futuro de Bitcoin, a perda suportada pelos investidores de varejo tem sido da ordem de bilhões de reais.
12. A possibilidade da utilização de uma alavancagem elevada permite que investidores movimentem grandes volumes a partir de poucos recursos. Este cenário de alta alavancagem, adicionado à grande volatilidade do ativo subjacente, expõe os investidores ao risco de que variações pequenas resultem em perdas expressivas dos seus recursos e, no limite, em “zeragem” compulsória da posição.
13. Isso ocorre porque margens exigidas usualmente para negociação de minicontratos são muito pequenas em relação ao valor total da operação, não suportando a volatilidade típica desse mercado. O aumento das margens mínimas leva à ampliação do tempo médio de permanência das posições antes das “zeragens” compulsórias.
14. A B3 pressupôs que uma margem mínima de R\$100,00/contrato permitiria que o investidor permanecesse pelo menos 5 minutos com uma posição em 99% dos casos, de forma similar ao que foi estabelecido para os minicontratos WIN e WDO. Utilizou para o cálculo os preços intradiários de preços do NQBTC e do dólar entre agosto de 2022 e janeiro de 2023, considerando que o modelo de contrato futuro de bitcoin ainda não é negociado e por isso não há um histórico de preços específicos para determinar o valor da margem mínima proposta.
15. A meu ver, o cerne da questão aqui tratada recai sobre o risco inerente à volatilidade do índice NQBTC e ao uso dos instrumentos mitigadores de risco apontado, a fixação de margem mínima nos valores propostos, que me parece suficiente para minimizar os efeitos adversos gerados pela zeragem compulsória nas situações de perda, vis a vis a persistência nas posições em situações de ganho.
16. Pelo exposto, considerando a (i) existências das medidas mitigadoras de risco que levaram à Área Técnica concluir favoravelmente à aprovação do presente modelo de contrato futuro⁴, conforme detalhado no Ofício Interno nº 38/2023/CVM/SMI/GMA-2; e a (ii) manifestação favorável do Banco Central do Brasil; acompanho a SMI e voto favoravelmente à

⁴ Doc. 1940624.



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

www.cvm.gov.br

aprovação, nas condições propostas, do pleito de autorização da listagem de um novo modelo de contrato futuro com liquidação financeira com base no índice de liquidação do *Nasdaq Bitcoin Reference Price*.

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de janeiro de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor