

Rio de Janeiro, 26 de junho de 2020.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/19

Prezados Senhores,

Em atendimento ao Edital de Audiência Pública SDM nº 09/19 (“Edital”), vimos apresentar nossos comentários à “Minuta A” constante do Edital, que pretende substituir a atual Instrução CVM nº 461/07 (“Instrução 461”) (“Minuta”).

Mais especificamente, nossa manifestação tem por objeto o art. 67 da Minuta, que propõe a adoção de regras específicas para a negociação de grandes lotes de valores mobiliários, a fim de lidar com as “*ineficiências operacionais*” atinentes a tais operações, em especial as “*variações no preço de determinado valor mobiliário decorrentes unicamente da existência de uma grande oferta*”.

Para tratar o problema, a Minuta propõe uma alteração regulatória relevante, em relação à qual a CVM manifestou especial interesse em receber opiniões de participantes do mercado.

Trata-se, essencialmente, da permissão para que ações admitidas à negociação em bolsa possam também ser negociadas simultaneamente em mercado de balcão organizado – o que é atualmente vedado pela Instrução 461¹ – desde que no contexto da negociação de “grandes lotes”. A definição e divulgação da quantidade de valores mobiliários que configuraria um “grande lote”, por sua vez, seria delegada, de acordo com a Minuta, à “*entidade responsável pela autorregulação unificada*” dos mercados organizados.

Diante disso, servimo-nos desta manifestação para expor algumas preocupações e pontos de atenção identificados em relação ao novo regime regulatório proposto no art. 67 da Minuta, bem como sugerir possíveis abordagens alternativas.

E isso porque, embora não desconheçamos que operações envolvendo grandes lotes comportam desafios regulatórios específicos, tampouco nos parece claro que a implementação das soluções propostas na Minuta seria capaz de endereçar tais desafios adequadamente, pelas razões adiante detalhadas.

¹ Cf. o seu artigo 57, §3º.

SUMÁRIO EXECUTIVO

Apresentamos, inicialmente, um sumário executivo contendo a síntese de nossas conclusões sobre as regras propostas na Minuta para a negociação de grandes lotes de valores mobiliários.

Em resumo, pelas razões apresentadas ao longo da nossa manifestação, após avaliar os potenciais custos e benefícios associados à proposta refletida no art. 67 da Minuta, estamos seguros de que a mudança significaria um grave retrocesso no arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, colocando em risco alguns de seus pilares estruturantes: transparência e higidez na formação dos preços, bem como equidade de tratamento e de acesso a todos os agentes de mercado.

Preliminarmente, ressaltamos que, pelas razões expostas nos tópicos 2.2, 2.2.1 e 2.2.3 a seguir, a proposta, a nosso ver, se apoia em premissas questionáveis e não apresenta fundamentos convincentes: além de não indicar um parâmetro concreto do que efetivamente seria um “grande lote” de ações – imprescindível para a discussão em questão –, o Edital não apresenta nenhum dado empírico sobre os alegados “impactos de mercado” que adviriam da sua negociação por meio de leilões em bolsa, conforme previsto atualmente pela regulamentação.

A fim de investigar a questão, portanto, realizamos dois levantamentos empíricos a respeito das características dos leilões cursados na B3.

No primeiro deles, analisamos uma ampla base de dados, considerando 1266 leilões realizados entre janeiro de 2018 e fevereiro de 2020, os quais foram (a) filtrados, com base no banco de dados de *market data* da B3, por um parâmetro mínimo de materialidade (\Rightarrow R\$10 mi) e (b) classificados em 5 subgrupos, por ordem crescente de volume financeiro negociado, sendo o primeiro subgrupo de operações acima de R\$10 mi e o último acima de R\$1 bi.

Assim, conforme os resultados descritos no tópico 2.2.3 desta manifestação, descobrimos que, contrariamente ao que se suporia por intuição, **não** se verifica, na prática, em nenhum dos referidos subgrupos, a preponderância de oscilações negativas significativas entre os patamares de preço das ações imediatamente antes dos leilões (todos iniciados por uma operação de venda de um bloco de ações), e os seus preços finais. A utilização, nessa primeira análise mais ampla, do preço das ações imediatamente anterior ao leilão (isto é, o preço do último negócio fechado antes do leilão), e não o preço de início do leilão, decorreu de dificuldades inerentes à extração dos dados.

Em um segundo momento, portanto, para complementar a informação, optamos por realizar uma nova rodada de testes com um espaço amostral consideravelmente menor, o que nos permitiria comparar os preços no início do leilão e ao seu final – método esse que, a nosso ver, reflete de maneira mais precisa a oscilação na cotação do papel resultante do leilão, pois captura

o habitual deságio aplicado ao preço inicial dos *block trades*. Os resultados dessa etapa, também descritos no tópico 2.2.3, foram ainda mais surpreendentes e contrários às premissas adotadas no Edital, **indicando oscilações positivas nos preços**. Ou seja, o mecanismo de leilão tende a **beneficiar** o vendedor do grande lote de ações, e não o contrário.

Mas, ainda que isso não fosse verdade – e, portanto, que a premissa assumida no Edital estivesse correta – parece-nos um equívoco assumir que leilões possam gerar preços “melhores” ou “piores”: em qualquer hipótese, a formação do preço resultará do encontro ordenado e equitativo das forças de oferta e demanda, processo legítimo e absolutamente saudável para o mercado com um todo. O preço eventualmente “melhor” para o vendedor, portanto, será inevitavelmente “pior” para o comprador, não cabendo ao regulador impor regras destinadas a melhor atender aos interesses de um desses lados, em linha com o exposto no tópico 2.2.3.

Um segundo ponto de atenção importante diz respeito ao sentido da regra segundo a qual o grande lote deverá ser “único e indivisível”. Como explicamos no tópico 2.2.2, há duas interpretações possíveis: por um lado, pode-se entender que tais negociações dependeriam da existência de contrapartes individuais que assumissem integralmente cada polo da operação, tratando-se, na essência, de negócio bilateral levado a registro no mercado de balcão; a segunda interpretação possível, por outro lado, seria no sentido de que o grande lote deve ser “único e indivisível” apenas na ponta que inicia o negócio, podendo ser alocado, na contraparte, entre diversos investidores.

Caso se adote a segunda interpretação, é possível que sejam estruturadas no Brasil plataformas de negociação com características muito semelhantes aos chamados *dark pools*, conforme descritas no tópico 1.3. Isto é, plataformas de negociação registradas como entidades administradoras de mercado de balcão organizado, conforme o art. 96 da Minuta, que permitam a um grupo limitado de investidores operar sem a imposição das regras habituais de transparência pré-negociação (omitindo-se informações quanto ao preço e ao volume ofertados), a fim de evitar possíveis ineficiências associadas à negociação de grandes lotes em mercados integralmente “visíveis”.

Assim, pelas razões descritas nos tópicos 1.3 e 2.3, entendemos, com base na literatura especializada e na experiência regulatória internacional, que a opção por flexibilizar excessivamente a transparência pré-negociação, permitindo-se a estruturação de *dark pools* que disputem a liquidez acionária com os mercados de bolsa (ainda que restritos aos “grandes lotes”), gera riscos nada triviais à qualidade do mercado como um todo, incluindo: (a) a possível fragmentação da liquidez e seus efeitos em relação ao processo de formação de preços; (b) a acentuação dos conflitos de interesses por parte dos intermediários que normalmente operam nessas estruturas, como indicam os diversos processos iniciados no mercado norte-americano, pela *Securities and Exchange Commission*, envolvendo irregularidades praticadas

por entidades operadoras de *dark pools*, descritos no tópico 1.3 desta manifestação; e (c) a imposição de restrições de acesso aos investidores, inclusive aos investidores de varejo.

Nesse sentido, conforme abordado nos tópicos 1.2 e 2.2, diferentemente do que ocorre nos leilões – que permitem a participação equânime e indistinta de todos os participantes do mercado, inclusive investidores de varejo – a utilização de plataformas de negociação alternativas, via de regra operadas pelos próprios intermediários – como ocorre nos *crossing networks* e na internalização sistemática de ordens –, sem visibilidade pré-negociação ou regras de acesso isonômicas, acabaria por reservar os *block trades* a um grupo seletivo de investidores que mantivesse, conforme cada caso, boas relações comerciais com aqueles intermediários.

Tal consequência iria na contramão, aliás, da atual tendência de aumento da participação de pessoas físicas na bolsa, coroando o mercado de capitais como um ambiente acessível e democrático para a realização de investimentos. É razoável esperar, nesse contexto, que tais pessoas tenham a oportunidade de participar equitativamente do mercado e contribuir com o processo de formação de preços no mercado acionário.

Parece-nos um grande equívoco, portanto, abrir o mercado brasileiro a esse tipo de estrutura “opaca”, não somente porque ainda pairam sérias dúvidas sobre a efetiva vocação dos *dark pools* para execução “mais eficiente” de *block trades* – como se verá no tópico 1.3 –, mas também porque há outras alternativas que, no nosso entendimento, lidariam adequadamente com a “questão” dos grandes lotes sem gerar custos regulatórios impeditivos.

Nesse sentido, conforme o tópico 2.3 da manifestação, sugerimos a esta CVM que considere, como possíveis alternativas para a execução de grandes lotes (a) o aprimoramento dos parâmetros dos leilões, de modo a adequá-los à realidade do mercado brasileiro em seu estágio atual, nos termos do tópico 2.3.1 desta manifestação, uma vez que há bons argumentos, teóricos e práticos, a sustentar a conveniência da sua utilização para a execução de *block trades*; e (b) a adoção, no âmbito das operações cursadas em bolsa, de mecanismo de negociação semelhante às chamadas “*midpoint pegged orders*”, a fim de equacionar adequadamente, de um lado, a preocupação regulatória com a qualidade do mercado brasileiro como um todo, e, de outro, o eventual anseio, por parte de determinados participantes do mercado, de que lhes seja oferecido algum tipo de instrumento para a negociação de *block trades* com maior discricção, em linha com a prática internacional (o funcionamento desse tipo de ordem se encontra descrito nos tópicos 1.3 e 2.3.2, bem como no **Anexo I** desta manifestação).

Quanto à alternativa mencionada no item (b) acima, apresentamos, no **Anexo II** desta Manifestação, nossas sugestões de alteração à redação de determinados dispositivos da Minuta, a fim de acomodar a eventual adoção das *midpoint pegged orders* no arcabouço regulatório brasileiro.

1. NEGOCIAÇÕES DE GRANDES LOTES

Antes de examinar em detalhes a proposta contida no art. 67 da Minuta, convém apresentar, ainda que brevemente, alguns aspectos relevantes das negociações envolvendo grandes lotes de valores mobiliários.

1.1. Problemas e abordagens

Sob o ponto de vista econômico, tais operações despertam problemas e desafios específicos, há muito já identificados e tratados pelos participantes de mercado, pela autorregulação e pelos órgãos reguladores.

Nesse sentido, além do potencial impacto na cotação dos valores mobiliários negociados – como menciona o Edital –, transações envolvendo grandes lotes despertam ainda preocupações relacionadas (a) à capacidade do mercado de absorver ordens em volume elevado, em especial diante de existência de “demanda latente” fora do *book*; (b) à sinalização dada pela operação em relação à visão estratégica do ofertante do lote sobre o emissor do valor mobiliário negociado, o que é especialmente relevante na perspectiva de investidores institucionais (“*information leakage*”); e (c) ao *front-running* eventualmente praticado por participantes de mercado, muitas vezes facilitado pela utilização de mecanismos de negociação em alta frequência (*high-frequency trading*).²

Evidentemente, a própria definição do que seria um “grande lote” de valores mobiliários, bem como o grau de incidência de cada um dos problemas mencionados acima, variam conforme uma multiplicidade de fatores: a natureza dos valores mobiliários e suas características, o volume médio negociado daquele ativo, a distribuição do capital social e a capitalização de mercado do emissor, o regime normativo aplicável, e assim por diante.

Daí porque, igualmente, as soluções apresentadas não possuem caráter universal, lidando melhor com um ou outro problema – como costuma ocorrer em situações desse tipo, *one size does not fit all*.

De qualquer forma, feitas tais ressalvas, é possível traçar um panorama resumido das estratégias usualmente adotadas para lidar com operações envolvendo grandes lotes. Nesse sentido, considerando os propósitos desta manifestação, optamos por dividi-las em duas categorias: de um lado, as estratégias que privilegiam a ampla transparência acerca dos grandes lotes (*i.e.* transparência pré-negociação); de outro, aquelas que permitem aos investidores, em maior ou

² HARRIS, Larry. **Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 322 e ss.

menor grau, omitir informações quanto ao volume e ao preço do lote de valores mobiliários ofertado.

Assim, no primeiro grupo – *i.e.*, de transações transparentes –, se encontram as operações cursadas por meio do casamento, pelo critério de prioridade preço-cronologia, de ordens *visíveis* no livro central de ofertas de bolsas de valores ou plataformas de negociação semelhantes, ainda que por meio da fragmentação de um grande lote em diversos negócios.

Nesses casos, como ocorre no Brasil atualmente, é possível que operações envolvendo grandes lotes sejam submetidas a procedimentos especiais de negociação em bolsa, como é o caso dos leilões, a fim de mitigar distorções na negociação do valor mobiliário objeto do lote.

No campo das abordagens que flexibilizam a transparência em relação ao grande lote, por outro lado, além das operações estritamente privadas, se encontram os chamados *dark pools*, em suas várias formas de organização, inclusive por meio da utilização de mecanismos de negociação em bolsa que permitem a ocultação de informações relacionadas à existência de uma determinada oferta envolvendo um grande lote.

Sendo assim, antes de expor nossa visão quanto às alterações propostas no art. 67 da Minuta, parece-nos conveniente examinar mais detidamente as estruturas de funcionamento e as premissas conceituais atreladas à utilização dos mecanismos acima descritos.

1.2 Procedimentos Especiais de Leilão

Com a evolução dos mercados bursáteis, especialmente a partir da introdução dos sistemas de negociação eletrônica, grande parte das bolsas de valores passou a adotar, como regra, as sessões contínuas de negociação, em substituição à realização de leilões periódicos nos chamados *trading-floors*. Por outro lado, os procedimentos de leilão continuam sendo amplamente utilizados para lidar com situações específicas que se impõe ao longo dos pregões das bolsas.³

Dessa forma, a negociação de valores mobiliários por meio de leilão pode ocorrer (a) em momentos específicos do pregão, como, por exemplo, na abertura, reabertura (após uma paralisação) e no fechamento; (b) em decorrência de eventos associados a um determinado emissor de valores mobiliários; e (c) em decorrência das especificidades associadas a uma determinada oferta de compra ou venda de valores mobiliários (como, por exemplo, quantidade, preço ou volume financeiro).

Há um extenso número de estudos comparando os modelos de sessões contínuas de negociação com os modelos de negociação por meio de leilões – ou mesmo os diferentes tipos de regras

³ SCHWARTZ, Robert A.; FRANCONI, Reto. **Equity markets in action: the fundamentals of Liquidity, Market Structure and Trading**. New Jersey: John Wiley and Sons, 2004, p. 164 e ss.

aplicáveis aos leilões⁴ –, sob diversos aspectos: os respectivos níveis de liquidez gerados por cada modelo, os custos de transação proporcionados aos investidores, a sua capacidade de reduzir assimetrias de informação entre os participantes do mercado, e assim por diante.

Nesse sentido, embora não exista um consenso quanto ao melhor modelo de organização de um determinado mercado, muitos desses estudos apontam um *trade-off* básico como referência para a discussão: enquanto as sessões contínuas oferecem liquidez *imediate* aos investidores, os leilões constituem um mecanismo mais robusto de formação de preços (*price discovery*), pois permitem a concentração de potenciais compradores e vendedores em um mesmo *locus* ou sistema de negociação transparente, por um *período de tempo suficiente* para que as forças de oferta e demanda interajam de maneira ordenada e eficiente.⁵

Daí porque, além de proporcionar a formação de um preço de equilíbrio adequado para a negociação dos valores mobiliários, ao coordenar a concentração de potenciais compradores ou vendedores para uma transação específica, os leilões também podem aumentar o nível de liquidez em transações envolvendo lotes de grandes quantidades.

Nessa mesma linha, é importante destacar ainda que uma das principais características dos leilões em bolsa realizados no contexto da negociação de grandes lotes diz respeito à oportunidade de participação isonômica dos investidores, inclusive de varejo, em razão das regras de interferência inerentes a tal modalidade de negociação.

De qualquer forma, a publicidade e a ampla possibilidade de interferência – que oferecem importantes vantagens aos investidores e ao mercado como um todo – são, ao mesmo tempo, algumas vezes apontadas, ainda que sem comprovação empírica ou fundamentação sólida, como prejudiciais à boa execução de operações envolvendo grandes lotes, especialmente sob a perspectiva dos ofertantes vendedores que usualmente iniciam esse tipo de negócio.

Por essa razão, tais operações, tradicionalmente vocacionadas a execução por meio de leilões realizados em bolsa, vêm migrando para sistemas de negociação alternativos, com regras de negociação e níveis de transparência substancialmente diversos daqueles aplicáveis ao mercado bursátil, como é o caso dos chamados *dark pools*.

⁴ Cf. McCabe, Kevin A., et al. “**Designing Call Auction Institutions: Is Double Dutch The Best?**” *The Economic Journal*, vol. 102, no. 410, 1992, pp. 9–23.

⁵ Cf., a esse respeito, Kalay, Avner, et al. “**Continuous Trading or Call Auctions: Revealed Preferences of Investors at the Tel Aviv Stock Exchange.**” *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 1, 2002, pp. 523–542; Economides, Nicholas, and Robert Schwartz, 1995a, **Electronic call market trading: Let competition increase efficiency**, *Journal of Portfolio Management*, Spring, 10-18; e Economides, Nicholas, and Robert Schwartz, 1995b, **Equity trading practices and market structure: Assessing asset managers' demand for immediacy**, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 3-47

Nesse sentido, como se verá no tópico seguinte desta manifestação, embora as preocupações regulatórias relacionadas aos *dark pools* sejam mais proeminentes em jurisdições caracterizadas pela existência de ampla e efetiva concorrência entre as bolsas e sistemas de negociação alternativos, o eixo condutor daquelas preocupações – isto é, a transparência dos mercados – se relaciona diretamente com a proposta contida no art. 67 da Minuta.

1.3. Os *dark pools* e a importância da transparência pré-negociação

Como se sabe, os avanços tecnológicos alteraram substancialmente a organização do mercado de valores mobiliários e atenuaram os traços distintivos entre os mercados de bolsa e de balcão, com a migração, em alguns mercados, de uma parcela significativa das negociações antes cursadas em ambientes de bolsa para plataformas alternativas de negociação.

Nada obstante, permanece inalterado um elemento distintivo fundamental entre tais mercados: *apenas* as bolsas de valores possuem a obrigação de instituir regras que assegurem um processo público e transparente de formação de preços para as operações cursadas em seus sistemas de negociação, inclusive por meio da adoção de regras específicas para o *matching* de operações e de rígidos padrões de transparência *pré-negociação*.

Os mercados de balcão, por outro lado, normalmente estão sujeitos apenas a regras de transparência *pós-negociação* e a procedimentos de negociação mais flexíveis, abrindo espaço para estruturas de mercado “opacas”, como os chamados “*dark pools*” – em uma definição genérica, o termo se aplica a toda e qualquer plataforma ou mecanismo que permita a execução de operações por meio do encontro de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários anônimas e invisíveis quanto ao preço e volume ofertados.⁶

Diferentemente da maioria das jurisdições, é possível dizer que os mercados norte-americano e europeu experimentaram, nas últimas décadas, uma verdadeira proliferação dos *dark pools*, tornada possível pela atuação conjunta de dois principais catalisadores: de um lado, os já mencionados avanços tecnológicos, que permitiram a criação de plataformas de negociação eficientes e pouco custosas; de outro, determinadas inovações regulatórias que disciplinaram – quando não encorajaram – o funcionamento desses mecanismos de negociação.⁷

Nos Estados Unidos, os principais marcos regulatórios relacionados aos *dark pools* são (a) a Regulation ATS, de 1998, que disciplinou o registro das *alternative trading systems* como *broker/dealers* ou *self-regulated exchanges*; e (b) a Regulation NMS, de 2005, que instituiu um

⁶ HINTZ, Allison. *Lost in the Dark: An Analysis of the SEC’s Regulatory Response to Dark Pools*. DePaul Business and Commercial Law Journal, 2015, vol. 13. Disponível em: <https://via.library.depaul.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1310&context=bclj>.

⁷ BANKS, Erik. *Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading*. 2 nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p. 7 e ss.

novo regime integrado, abrangente e competitivo para a regulação dos mercados organizados norte-americanos.

Nesse sentido, embora tenha reforçado o nível geral de transparência e proteção aos investidores nos referidos mercados, a Regulation NMS também encorajou significativamente a sua fragmentação entre dezenas de plataformas de negociação – há atualmente mais de 50 registradas na SEC⁸ –, entre elas os *dark pools*.⁹

Adicionalmente, a Regulation NMS também excepcionou expressamente as operações envolvendo grandes lotes (os chamados *block trades*) dos requisitos de transparência pré-negociação aplicáveis às demais transações envolvendo lotes menores – para esse efeito, o conceito de *block size* foi definido em função da quantidade de valores mobiliários ofertados – no mínimo 10.000 unidades – ou do seu valor de mercado – no mínimo \$200.000,00.¹⁰

Embora o valor possa parecer relativamente baixo, essa definição de *block size* deve ser analisada de maneira contextualizada, levando-se em consideração as particularidades do mercado norte-americano.

A principal delas, certamente, é a chamada “*Order Protection Rule*”¹¹, que obriga todos os “*trading centers*” norte-americanos (bolsas de valores, ATS – tanto *eletronic connection networks* quanto *dark pools - market makers, broker-dealers*, e etc) a manter políticas e procedimentos formais que assegurem a execução das ordens no melhor preço disponível no mercado nacional, obtido a partir do seu roteamento em um sistema interconectado que congrega todos os referidos *trading centers*. Assim, busca-se mitigar os principais efeitos negativos da fragmentação da liquidez nos mercados de valores mobiliários, tema que será abordado adiante.

No âmbito da União Europeia, os *dark pools* são atualmente regulados pela Diretiva Europeia nº 2014/65, conhecida como “*Markets in Financial Instruments Directive II - MiFID II*”, e pela norma que a regulamentou, a “*MiFIR*” (Regulamento nº. 600/2014). Sob a regulação destes normativos se encontram, para além das bolsas de valores (*organized trading facilities*), também outras estruturas eletrônicas de negociação que podem se organizar como “*multilateral trading facilities*” (“MTFs”) ou “*systematic internalizers*” (“SI”)

⁸ Informação disponível em: <https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>.

⁹ As principais regras introduzidas por meio da Regulation NMS foram as chamadas “*order protection rule*”, “*access rule*” e “*market data rule*”. Sobre os seus efeitos no impulsionamento dos *dark pools*, cf. SHORTER, Gary; MILLER, Rena S. **Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments**. Congressional Research Service, 2014. Disponível em: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43739.pdf>.

¹⁰ Cf. a Rule 600(b)(9) e Rule 600(b)(4) da Regulation NMS.

¹¹ Cf. a Rule 611 da Regulation NMS.

Adicionalmente, quanto aos requisitos de transparência pré-negociação exigidos das plataformas de negociação, a MiFIR excepciona expressamente, entre outras hipóteses, as ofertas de valores mobiliários (a) classificadas como “*large in scale*”; ou (b) que sejam negociadas em plataforma que assegure a execução das transações no ponto médio do *bid-and-ask spread* derivado de um mercado “primário” transparente (como, por exemplo, uma bolsa), na forma ali prevista.

Como se nota, portanto, os investidores que atuam em tais mercados contam atualmente com uma ampla gama de estruturas para transacionar valores mobiliários com pouca ou nenhuma transparência pré-negociação. Nesse sentido, além dos já mencionados ATS e MTFs – a depender da sua configuração –, têm ganhado cada vez mais espaço os chamados *crossing networks*, isto é, plataformas de negociação focadas na negociação de grandes blocos, nas quais as ordens são sempre confidenciais e os preços de referência são derivados de mercados “primários” transparentes, mais especificamente do ponto médio do *bid-and-ask spread* nacional (NBBO ou EBBO)¹².

Nessa mesma linha, é possível citar também o modelo de internalização sistemática de ordens, que grosso modo corresponde a um desdobramento tecnológico da atuação dos intermediários. Assim, resumidamente, trata-se de plataformas de negociação mantidas por *brokers/dealers* – normalmente grandes bancos de investimentos – para o cruzamento de ordens de seus clientes, internamente, ou mesmo contra a carteira própria do intermediário, tudo em caráter estritamente confidencial.

Finalmente, há que se fazer menção também às chamadas *dark orders*, mecanismos de apregoação confidencial de grandes lotes oferecidos pelas próprias bolsas de valores, criados para competir com as estruturas de *dark pool* descritas acima.

Existem algumas configurações possíveis para esses tipos de ordens, que normalmente recebem nomes como “*iceberg orders*”, “*hidden orders*” ou “*midpoint pegged orders*”. Entretanto, via de regra, a sua estrutura é parecida: desde que atingido um patamar mínimo de volume pré-fixado, é facultado ao investidor inserir uma ordem no mercado que (a) não fica visível no livro central de ofertas, parcial ou integralmente; (b) mas pode ser executada contra outras ofertas visíveis ali contidas.¹³ Feitos tais esclarecimentos, voltemos às possíveis justificativas para a utilização, na prática, destes mecanismos menos transparentes de negociação, incluindo os chamados *dark pools*.

¹² National Best Bid and Offer, no caso dos EUA, e European Best Bid and Offer, no caso da União Europeia.

¹³ O funcionamento desse tipo de ordem será abordado em maiores detalhes no tópico 2.3 desta manifestação.

Sob a perspectiva dos investidores¹⁴ – ao menos nos mercados norte-americano e europeu, onde os *dark pools* já se encontram consolidados – é consensual a visão de que as principais vantagens associadas aos *dark pools* são os seus baixos custos – em comparação às bolsas de valores tradicionais – e a possibilidade de negociar grandes lotes de valores mobiliários sem revelar informações quanto ao preço e a quantidade ofertados, evitando assim os impactos de mercado associados à transparência pré-negociação (tais como *information leakage*, *front running*, oscilações abruptas de preço, risco de execução, interferências e etc.).¹⁵

Por outro lado, na contramão desses benefícios se encontram riscos relevantes à integridade e à qualidade dos mercados de valores mobiliários, os quais despertaram, ao longo dos últimos anos, a atenção de participantes do mercado e órgãos reguladores em diversas jurisdições. E isso porque, como se sabe, a transparência pré-negociação representa um elemento essencial para assegurar que tais mercados funcionem de forma ordenada, justa e eficiente.

Nesse sentido, já no ano de 2011, a IOSCO publicou relatório intitulado “*Principals for Dark Liquidity*”, por meio do qual, a partir das respostas recebidas de diversas jurisdições ao seu *consultation paper*, elencou uma série de riscos e recomendações relacionados à utilização dos *dark pools* (“Relatório IOSCO”).

A primeira preocupação expressa no relatório – e talvez a menos contornável – diz respeito à deterioração do processo de formação de preços em mercados de valores mobiliários com participação expressiva de *dark pools* – afinal, esse processo depende diretamente da interação *transparente e imediata* entre as forças de oferta e demanda, de sorte que os mecanismos de transparência pós-negociação ou de derivação de preço presentes nos *dark pools* não são suficientes para atender àquele propósito. Dessa forma, como explica Erik Banks, quanto maior a parcela das transações realizadas em *dark pools*, mais grave se torna o problema:

*“Importantly, as more trading moves off-exchange, the public price may reflect less accurately the true supply and demand dynamics of a security, calling into question the concept of a “fair price”. In fact, this is a very critical issue – if the market evolves to the point where exchanges lose increasing amounts of market share to crossing networks, for example, then the displayed prices may not be sufficiently accurate to provide buyers and sellers with an accurate gauge of value”.*¹⁶

¹⁴ Cf., a esse respeito, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-10-03/big-traders-dive-into-dark-poolsbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>.

¹⁵ Cf., a esse respeito, BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading**. 2 nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p. 204 e ss.

¹⁶ BANKS, Erik. **Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading**. 2 nd edition. London: Palgrave Macmillan, 2014, p. 3.

Embora não haja consenso sobre esse ponto, trata-se de hipótese corroborada por diversos estudos, incluindo um importante estudo divulgado pelo *CFA Institute* em outubro de 2012¹⁷, segundo o qual o aumento percentual do uso de tais sistemas de negociação gera eficiências somente até certo ponto, a partir do qual passam a prejudicar a qualidade e o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários.

A segunda preocupação do Relatório IOSCO diz respeito ao risco de fragmentação de liquidez e da redução do nível de informações nos mercados organizados.

Embora se trate de tema complexo e sujeito a influência de uma série de fatores alheios aos *darks pools*, é seguro dizer que a fragmentação da liquidez constitui uma consequência inevitável da existência de múltiplas plataformas competindo pela negociação dos mesmos valores mobiliários. Daí porque, além da liquidez propriamente dita, os *dark pools* fragmentam também o acesso à *informação* sobre a sua existência, uma vez que as ofertas de compra e venda deixam de ser exibidas de forma instantânea em livros centrais acessíveis a todos os investidores.

Um possível remédio para lidar com o problema, como se sabe, é a adoção de mecanismos de interconectividade entre todas as plataformas de negociação e os intermediários que nelas atuam, medida custosa e complexa do ponto de vista tecnológico.¹⁸

Por último, o Relatório IOSCO aponta para riscos dos *dark pools* relacionados à equidade e à integridade dos mercados, inclusive no que diz respeito a possíveis restrições de acesso impostas aos investidores, tanto acesso a informações quanto aos mercados em si.

Diferentemente das bolsas de valores, cujo acesso pelos investidores é amplo e praticamente irrestrito, as plataformas de negociação alternativas normalmente não estão sujeitas a regras de acesso não discriminatório, e podem ser desenhadas de forma que limite o seu acesso a determinados tipos de investidores e intermediários.

A esse respeito, estudo publicado em 2012 por Boni, Brown e Leach¹⁹ apontou uma correlação positiva entre, de um lado, a capacidade de um *dark pool* de oferecer um ambiente mais eficiente para a execução de *block trades* – em termos de menos volatilidade de preços, *front*

¹⁷ Cf. CFA INSTITUTE. **Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality**. Outubro, 2012. Cf. ainda, nesse mesmo sentido, Mizuta, Takanobu & Kosugi, Shintaro & Kusumoto, Takuya & Matsumoto, Wataru & Izumi, Kiyoshi. (2015). Effects of dark pools on financial markets' efficiency and price discovery function: an investigation by multi-agent simulations. *Evolutionary and Institutional Economics Review*.

¹⁸ Cf., a esse respeito, Aite Group. *Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoII_09-08-2013.pdf.

¹⁹ BONI, Leslie; BROWN, David C.; e LEACH, Chris. *Dark Pool Exclusivity Matters*. 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2055808.

running e etc. – e, de outro, a restrição do seu acesso a certos investidores institucionais. Trata-se, como se nota, de um *trade-off* complexo entre eficiência econômica e isonomia de acesso.

Ainda no campo da integridade dos mercados, é importante mencionar os riscos relacionados a potenciais conflitos de interesses na execução de ordens em *dark pools*, especialmente *crossing networks* e mecanismos de internalização sistemática operados por corretoras e bancos de investimento. E isso porque, diante da inexistência de regras de transparência pré-negociação e mecanismos automáticos para o *matching* das ordens, é difícil assegurar que tais plataformas não aloquem as ofertas de maneira a priorizar um ou outro cliente, quando não a carteira proprietária do intermediário que as opera.²⁰

É ilustrativo, nesse sentido, o subtítulo cunhado pela SEC em *public statement* divulgado em 2015, segundo o qual “*bad things can happen in the dark*”²¹. Naquele relatório, assinado pelo *Commissioner* Luiz A. Aguilar, são descritos alguns dos principais processos sancionadores iniciados pela SEC contra *dark pools*, em geral relacionados a conflitos de interesses entre os operadores da plataforma e seus respectivos clientes.

O primeiro caso desse tipo ocorreu no ano de 2011, quando a SEC formalizou acusação contra a Pipeline Trading Systems, LLC – operadora de um *dark pool* registrada como *broker-dealer*²² – por não informar aos seus clientes que a absoluta maioria das ordens eram executadas contra sua carteira proprietária, a qual gozava ainda de vantagens informacionais em relação aos demais usuários do sistema, favorecendo a prática de *front running*. Isto é, para manter a liquidez da plataforma e reduzir o seu risco nas operações, a Pipeline identificava a ordem de compra ou de venda introduzida pelo cliente no sistema e, em seguida, por meio de operações cursadas em outra plataforma de negociação, se antecipava para figurar no polo contrário da transação: caso o cliente pretendesse vender ações, a Pipeline montava posição na outra plataforma, para depois revendê-la ao cliente; caso a ordem fosse de venda, a Pipeline “*shorteava*” o papel em outro sistema, para depois recomprá-lo do cliente em preço mais vantajoso.

Desde então, diversos outros casos envolvendo irregularidades na atuação de *dark pools* vieram à tona no mercado norte-americano, elevando o grau de preocupação do regulador quanto à falta de transparência em tais ambientes de negociação. Nesse sentido, além de outros exemplos de *dark pools* que não foram transparentes com os clientes quanto à atuação de sua carteira proprietária no sistema de negociação, há também casos relacionados (a) à permissão indevida

²⁰ Cf., a esse respeito, HEALTHY MARKETS. **The Dark Side of the Pools: What Investors Should Learn from Regulators’ Actions**, 2015. Disponível em: <http://static1.squarespace.com/static/5576334ce4b0c2435131749b/t/56213828e4b05c7f88ac68b3/144501764097/7/DarkSideofthePoolsReport.pdf>.

²¹ Disponível em: <https://www.sec.gov/news/statement/shedding-light-on-dark-pools.html>

²² Cf. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9271.pdf>.

– e não informada – da atuação de *high-frequency-traders* na plataforma; (b) ao tratamento preferencial conferido a determinados clientes, em detrimento de outros; e (c) à falha na guarda de informações confidenciais dos clientes, que foram utilizadas em seu desfavor por outros usuários da plataforma.²³

Convém mencionar, como exemplo, o caso UBS²⁴, arquivado por meio de acordo com a SEC em 2015. Naquela oportunidade, a SEC identificou que no UBS ATS, uma plataforma de *dark pool* operada pela UBS Securities LLC, apenas os clientes que subscreviam o seu serviço adicional – e pago – de fornecimento de algoritmos de negociação eram protegidos contra a atuação de *high-frequency-traders*, sem que essa mecânica estivesse clara a todos os usuários, que foram portanto lesados. Por esse motivo, a UBS ATS violou, entre outras regras, as chamadas “*Fair Access Rules*”.²⁵

Mais recentemente, vale mencionar, ganharam destaque na imprensa os vultosos acordos firmados entre a SEC e o Credit Suisse, bem como entre a SEC e o Barclays, com relação a irregularidades nos *dark pools* por eles operados – Crossfinder e Barclays LX, respectivamente. Em ambos os casos, as acusações dizem respeito a informações falsas fornecidas aos clientes, no sentido de que as plataformas os manteriam seguros contra a atuação de *high-frequency-traders*.²⁶

Dessa forma, diante de todos os riscos mencionados acima, que não são poucos, as autoridades mundo afora têm lançado mão de diferentes estratégias regulatórias para mitigar os efeitos negativos dos *dark pools*, as quais foram condensadas de maneira didática nos princípios enunciados pelo Relatório IOSCO. Tais medidas envolvem, por exemplo, a adoção de (a) ampla transparência pré-negociação como regra geral, de modo que, caso se deseje excepcioná-la, sejam levados em consideração os impactos no processo de formação de preços, nos níveis de equidade do mercado e na sua qualidade como um todo; (b) rígidos padrões de reporte pós-negociação; e (c) incentivos econômicos e regulatórios para a realização de operações em mercados transparentes, incluindo a prioridade de execução de ordens visíveis (ou seja, que atendem aos parâmetros de transparência pré-negociação).

Nesse sentido, já à época do *consultation paper* de 2010, os reguladores do Canadá e dos Estados Unidos informaram à IOSCO que, em seus respectivos mercados de valores mobiliários, ordens visíveis possuíam prioridade de execução sobre ordens opacas a um mesmo preço. No campo do reporte pós-negociação, ressalvadas as nuances relativas à quantidade de

²³ Cf. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67969.pdf>

²⁴ Cf. <https://www.sec.gov/litigation/admin/2015/33-9697.pdf>

²⁵ Cf. Rule 301(b)(5) da *Regulation ATS*.

²⁶ Cf. <https://www.reuters.com/article/us-sec-new-york-darkpools/barclays-credit-suisse-strike-record-deals-with-sec-ny-over-dark-pools-idUSKCN0V90UE>

informações reportadas e o prazo para fazê-lo, todas as principais jurisdições que permitiam os *dark pools* ou as *dark orders* também exigiam a ampla disseminação dos negócios executados.

Naturalmente, como afirmou o próprio Relatório IOSCO, a efetiva adoção dos princípios ali elencados deve levar em consideração as particularidades de cada jurisdição. Ainda assim, nos anos seguintes à sua elaboração, mudanças regulatórias vêm sendo paulatinamente adotadas por diversas jurisdições, reforçando a importância daqueles princípios e a efetiva complexidade que os *dark pools* representam na prática.

No escopo de suas atividades, inclusive, a IOSCO desenvolveu, em conjunto com o *Financial Stability Board* (FSB), um trabalho de verificação acerca do grau de implementação, pelas jurisdições membro, das recomendações emitidas pelo FSB, pelo G20 e pela própria IOSCO²⁷. No que se refere aos *dark pools*, o *Implementation Report* emitido em novembro de 2017 mostrou que diversas jurisdições ainda se encontravam no processo de implementar os princípios do Relatório IOSCO (França, Alemanha, Holanda, África do Sul, Espanha e Suíça), ao passo que muitas outras não permitiam a estruturação desse tipo de mercado (Brasil, China, Indonésia, Índia, Coreia do Sul, México, Turquia. etc.).

Entre as jurisdições que já implementaram por completo aqueles princípios, vale citar os casos do Canadá e da Austrália, que adotaram novas regras relativas aos *dark pools* em 2012 e 2013, respectivamente. Em ambos os casos, destaca-se a implementação da regra de *price improvement* nos negócios dessa natureza: trata-se, respeitadas as particularidades de cada regime, de regra segundo a qual ordens sem transparência pré-negociação somente podem ser executadas caso representem um incremento de preço em relação às ordens visíveis.

Em ambos os casos, as reformas foram precedidas de minuciosos levantamentos empíricos, por partes dos órgãos reguladores, acerca dos efeitos dos *dark pools*, conforme os *Consultation Papers* que as precederam²⁸. Pode-se dizer o mesmo, aliás, sobre as já citadas MiFID II e MiFIR, que, como visto, aprimoraram o arcabouço do Direito Europeu na seara dos *dark pools*.

Por fim, parece-nos conveniente salientar ainda que, na prática, em que pese toda a atenção regulatória que já receberam, sequer está claro que os *dark pools* têm sido efetivamente utilizados para a execução de *block trades*, o que seria alegadamente sua vocação natural. A esse respeito, um estudo empírico conduzido pela Divisão de Economia e Análise de Riscos da *Securities and Exchange Commission*, divulgado em outubro de 2013, reportou um alto nível

²⁷ Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD585.pdf>.

²⁸ Sobre o processo de reforma regulatória na Austrália, veja-se o relatório produzido em 2015 pela Australian Securities and Investments Commission: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/>. E sobre a reforma canadense: https://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_srr-iiroc_20120413_amendments-umir-dl.htm.

de similaridade entre o tamanho dos lotes negociados em mercados transparentes e em *dark pools* no mercado norte-americano.²⁹

Ou, dito de outra forma, as evidências empíricas do maior mercado de valores mobiliários do mundo indicam que a equação de custos e benefícios que justificaria os *dark pools* se encontra, muito possivelmente, desequilibrada. Afinal, se o mecanismo não é efetivamente utilizado pelos participantes de mercado para endereçar ineficiências associadas aos *block trades*, o que então justificaria a sua adoção? A redução dos custos de execução seria suficiente para se renunciar à transparência pré-negociação? Tratam-se os *dark pools*, efetivamente, de um meio adequado para endereçar as preocupações econômicas e regulatórias associadas à negociação de grandes lotes de valores mobiliários?

2. O CASO BRASILEIRO

Depois da exposição feita no tópico acima, relativa aos benefícios e riscos associados aos procedimentos de leilão e aos *dark pools* (e mecanismos assemelhados), passamos ao caso brasileiro.

Assim, em primeiro lugar, para contextualizar a discussão, o tópico 2.1 abaixo apresenta um breve panorama acerca do estágio atual da regulamentação da negociação de grandes lotes de valores mobiliários no Brasil.

Em seguida, no tópico 2.2, analisamos a solução proposta no art. 67 Minuta para a negociação dos grandes lotes, em especial seus possíveis efeitos e dúvidas interpretativas.

Por último, no item 2.3, apresentamos nossa conclusão quanto à proposta contida na Minuta e sugerimos possíveis soluções alternativas para problema dos grandes lotes, que a nosso ver oferecem menos riscos à qualidade dos mercados organizados de valores mobiliários brasileiros.

2.1. O estágio atual

2.1.1. As Instruções CVM 35 e 168

A realização de operações envolvendo grandes lotes de valores mobiliários foi regulada pela CVM, inicialmente, por meio da edição da Instrução nº 35, em 23 de julho de 1984 (“Instrução 35”).

²⁹ Cf. TUTTLE, Laura. **Alternative Trading Systems: Description of ATS Trading in National Market System Stocks**. Division of Economic and Risk Analysis - SEC. Outubro, 2013. Cf. ainda, nessa mesma linha, TABB GROUP. *Truing the Block: A Framework for Re-architecting the Trader’s Toolkit*, 2014. Disponível em: http://jonestrading.com/documents/TABB_TruingBlock.pdf

Em resumo, aquela norma (a) obrigou expressamente as bolsas de valores a adotarem “procedimentos especiais” de negociação para operações que representassem quantidades ou preços extraordinários; e (b) definiu os referidos “procedimentos especiais” como aqueles que visassem “o oferecimento de condições adequadas à participação equitativa dos investidores nas operações realizadas em Bolsas de Valores”, sendo obrigatória a adoção, no mínimo, dos procedimentos especiais de leilão, nas diferentes modalidades ali previstas.

Aproximadamente 7 anos depois, em 23 de dezembro de 1991, a Instrução 35 foi revogada e substituída pela Instrução CVM nº 168 (“Instrução 168”).

Nesse sentido, embora a Instrução 168 tenha atualizado e complementado a Instrução 35 em muitos aspectos – inclusive a partir da fixação de parâmetros objetivos para a submissão de certas operações a leilão –, a sua espinha dorsal foi mantida. Isto é, seguiu-se exigindo a adoção de procedimentos especiais – entre eles, obrigatoriamente, os de leilão – para a execução de operações envolvendo grandes lotes de valores mobiliários ou preços atípicos.

2.1.2. A Instrução CVM 461 e a vedação à negociação simultânea de ações em bolsa e balcão

Como visto acima, os *dark pools* têm sido utilizados em diversas jurisdições, em maior ou menor grau, conforme o caso, para lidar com as potenciais ineficiências associadas à negociação de grandes blocos de valores mobiliários.

Essa realidade já se encontrava consolidada quando da edição da Instrução 461, em 23 de outubro de 2007. Nesse sentido, como informa o próprio Edital de Audiência Pública nº 06/07, que precedeu a edição da referida norma (“Edital 06/07”), àquela altura os *dark pools* já haviam sido objeto de extensa regulamentação nos mercados norte-americano e europeu, por meio, respectivamente, das Regulation ATS e NMS, e da Diretiva MiFID (posteriormente substituída pela “MiFID II”, que entrou em vigor em 2018).

Nada obstante, embora uma das premissas fundamentais da Instrução 461 tenha sido justamente a preparação do mercado brasileiro para um cenário de concorrência no provimento de sistemas de negociação, a CVM fez uma escolha explícita e consciente ao manter a vedação à negociação simultânea de ações nos mercados de bolsa e balcão (como já ocorria na vigência da Instrução CVM nº 344, de 17 de agosto de 2000), por reconhecer os riscos inerentes à tal estrutura, conforme já mencionados no tópico 1.3 acima.

Em outras palavras, ao equacionar os potenciais riscos e benefícios atrelados à eventual permissão para o funcionamento de sistemas de negociação assemelhados aos *dark pools* – inclusive no que diz respeito às operações envolvendo grandes lotes de ações –, a CVM entendeu que seria mais conveniente, como política regulatória, preservar a liquidez do mercado acionário em ambientes de negociação transparentes.

Sendo assim, até o momento, as operações envolvendo grandes blocos de ações no mercado de capitais brasileiro devem ser realizadas de acordo com os procedimentos especiais de leilão, conforme disciplinados (a) na Instrução CVM 168; e (b) no Regulamento de Negociação da B3.

2.2. A Proposta de “Nova 461”

Como dito anteriormente, ao tratar das operações envolvendo grandes lotes no mercado de valores mobiliários brasileiro, a CVM fez opções bastante claras: por um lado, sujeitou as operações dessa natureza a procedimentos especiais de negociação, compreendendo, obrigatoriamente, diferentes modalidades de leilões; por outro, vedou expressamente a negociação simultânea de ações em mercados de bolsa e de balcão, impedindo, na prática, a utilização de sistemas assemelhados a *dark pools* para essa finalidade.

Nesse contexto, a proposta contida no art. 67 da Minuta representa uma quebra de paradigma bastante relevante, colocando em risco conquistas importantes do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente as garantias de (a) que as ações admitidas à negociação em bolsa de valores serão negociadas com alto nível de transparência, por meio de preços formados publicamente a partir do encontro, no livro central, das forças de oferta e demanda; e (b) isonomia em relação ao acesso a tais operações pelos investidores, tanto sob o ponto de vista informacional quanto do efetivo acesso à liquidez disponível no mercado.

E isso porque, ao tratar das hipóteses de operações envolvendo grandes lotes de valores mobiliários, o art. 67 da Minuta prevê expressamente que estas poderão ser cursadas (a) *nos mercados organizados de bolsa ou balcão, em segmentos de negociação específicos para este fim ou por meio da adoção de procedimentos especiais de negociação* (inciso I); ou (b) *nos mercados de balcão organizado, por meio de registro de operações previamente realizadas* (inciso II). Ou seja, como explica o próprio Edital, a redação atual da Minuta “*permite a negociação simultânea de ações listadas em mercado de bolsa no balcão organizado*” – neste último caso, em alguma das modalidades previstas no art. 96 da Minuta.

Na prática, portanto, o que está em jogo é a possibilidade de que uma parcela – maior ou menor, a depender da calibragem dos tais “grandes lotes” – da liquidez dos mercados de bolsa – amplamente transparentes – se desloque para ambientes (a) desprovidos de transparência pré-negociação, potencialmente deteriorando o processo de formação de preços; (b) sujeitos a regras de negociação menos rigorosas; (c) acessados por um grupo restrito de intermediários e investidores; e (d) que possibilitam mecanismos de internalização ou cruzamento de ordens por parte de intermediários, potencializando situações de conflito de interesses. Trata-se, evidentemente, de um *trade-off* nada trivial.

Entre todos esses pontos, vale destacar, talvez o mais preocupante seja a restrição de acesso que provavelmente decorreria da migração das operações envolvendo grandes lotes para estruturas de *dark pool* no mercado de balcão. Afinal, como já destacado no item 1.2 acima, diferentemente do que ocorre nos leilões – abertos de forma isonômica à participação e interferência por todo e qualquer investidor, inclusive de varejo –, nas negociações de grandes blocos cursadas em *dark pools* a oportunidade de participar da operação fica restrita a um grupo limitado de investidores institucionais que eventualmente possuam bom relacionamento comercial com os intermediários envolvidos. Os demais participantes do mercado, inclusive os investidores de varejo, somente têm notícia do negócio muito depois da sua conclusão.

Por todos esses motivos, entendemos que uma ruptura de tal magnitude dependeria de minuciosa ponderação, por parte da CVM, quanto aos riscos e benefícios envolvidos, somente devendo ser implementada caso fosse possível assegurar, com algum grau de segurança, que o modelo proposto superaria o regime vigente em termos de política regulatória.

A nosso ver, contudo, pelas razões expostas nos tópicos abaixo – bem como aquelas já apresentadas anteriormente –, esse não é o caso em relação à proposta contida no art. 67 da Minuta, cuja adoção representaria grande risco aos padrões de transparência e equidade do mercado brasileiro. Isso não significa, evidentemente, que o arcabouço normativo vigente não possa ser aprimorado ou atualizado, conforme as sugestões feitas no item 2.3 abaixo.

2.2.1. Questão preliminar: a definição de “grande lote”

Nos termos do art. 67, §1º, inciso II da Minuta, a “entidade responsável pela autorregulação unificada” seria encarregada de estipular os critérios para a definição da quantidade de valores mobiliários que caracterizaria uma negociação de grande lote – o qual, em qualquer caso, deverá ser único e indivisível, a fim de se evitar que o mecanismo seja utilizado por meio da agregação de pequenos lotes que deveriam transitar no livro.

A nosso ver, a avaliação da proposta contida na Minuta fica bastante prejudicada em razão da ausência de qualquer tipo de parâmetro objetivo sobre o que viria a ser, na prática, um grande lote de ações para os fins do art. 67.

Em primeiro lugar, porque, como indica o próprio Edital, a eventual calibragem inadequada dos critérios que definem um “grande lote” poderia resultar na fragmentação da liquidez dos mercados de bolsa, por meio do "*esvaziamento do livro com a remoção de ofertas que, de outra forma, interagiriam no livro*".

Em segundo lugar, nessa mesma linha, porque as preocupações regulatórias atreladas à negociação de “grandes lotes” variam, tanto quantitativamente quanto qualitativamente, a depender da efetiva dimensão dos blocos em questão.

Apenas para ilustrar o ponto: a negociação de um lote de ações que represente 15% do capital social de uma companhia possui efeitos muito diferentes, por exemplo, de uma oferta que abarque apenas 1% – despertando preocupações distintas quanto às mudanças regulatórias e estruturais necessárias para lidar com tais operações – ainda que ambas possam, no limite, ser consideradas grandes lotes. Adicionalmente, o modelo de negociação mais eficiente para a execução das operações poderá diferir substancialmente a depender da magnitude do grande lote em questão.

Assim, entendemos que a ausência de subsídios empíricos e parâmetros objetivos a respaldarem a proposta contida no art. 67 da Minuta dificulta a sua adequada avaliação pelos agentes de mercado sob uma ótica de custo-benefício, bem como a apresentação de proposta de modelos alternativos de negociação de grandes lotes capazes de tratar as preocupações apresentadas pela CVM.

2.2.2. Dívida interpretativa relevante

A Minuta determina que apenas serão consideradas operações de grandes lotes aquelas que ocorram “*com lote único e indivisível de valores mobiliários*” (art. 67, §1º, inciso II). A nosso ver, a redação desse dispositivo levanta duas possíveis interpretações distintas, conforme descritas abaixo.

Uma primeira interpretação seria no sentido de que a verificação da unicidade do bloco deveria ocorrer apenas quando do registro da ordem para a sua negociação. Nesse cenário, a unicidade seria exigida apenas em relação ao *block initiator*, e o lote poderia ser alocado de forma fracionada entre múltiplas contrapartes, da forma como habitualmente ocorre nos *block trades*.

Uma segunda interpretação seria no sentido de que somente poderiam ser cursadas operações com grandes lotes nas quais comprador e vendedor assumissem, respectivamente, a obrigação de comprar e vender o lote total de ações em questão.

A opção por uma ou outra interpretação tem consequências práticas relevantes: enquanto a primeira poderia até mesmo viabilizar a formação de plataformas de negociação organizadas de forma semelhante aos *dark pools* europeus e norte-americanos e a consequente migração de uma parcela substancial da liquidez do mercado de bolsa para aquelas plataformas, a segunda restringiria a alteração proposta na Minuta, em termos práticos, à execução de negócios bilaterais a serem posteriormente levados a registro.

Adicionalmente, a Minuta não deixa claro se, para os efeitos da formação do “lote único indivisível” referido no art. 67, será considerada apenas a posição detida por um único comitente ou, por exemplo, posições agregadas em “contas máster” administradas por um mesmo gestor de recursos.

2.2.3. Preços “melhores” para quem?

A fim de justificar a proposta contida no art. 67 da Minuta, o Edital afirma genericamente que “a negociação apartada de grandes lotes reduz impactos no mercado tais como variações no preço de determinado valor mobiliário decorrente unicamente da existência de uma grande oferta que pode ser executada a preços progressivamente **piores** que tendem a se recompor tão logo aquela oferta seja atendida”. (grifo nosso)

Em primeiro lugar, o Edital não apresenta evidências empíricas dos referidos “*impactos no mercado*” alegadamente atrelados a negociações de grandes lotes. Além disso, o Edital apresenta uma avaliação subjetiva quanto aos preços resultantes dessas operações, que seriam “piores” em decorrência da existência de uma única “grande oferta”. Todavia, tal afirmação nos parece questionável. Quando uma oferta de compra ou venda de um grande lote de ações é submetida ao procedimento de leilão, a eventual variação na cotação da ação resulta *exclusivamente* da interação entre as forças de oferta e demanda do mercado diante daquela situação específica – isto é, de um processo transparente e isonômico de formação de preços.

Nessas hipóteses, portanto, não se poderia falar em preços “melhores” ou “piores”, posto que uma afirmação dessa natureza refletiria, necessariamente, os interesses de apenas um dos lados da negociação.

Para ilustrar o ponto, imagine-se um cenário de leilão iniciado por uma oferta de *venda* de um grande lote de ações, como ocorre na grande maioria dos casos. Nessa hipótese, caso o preço teórico resultante das operações realizadas no leilão seja *inferior* ao preço da oferta inicial, a conclusão será de que o procedimento gerou preços *piores* para o vendedor, mas melhores para os *compradores*. E, ainda assim, essa oscilação negativa apenas ocorrerá caso exista interferência vendedora em magnitude capaz de afetar o preço do leilão.

Dessa forma, a fim de verificar na prática o perfil dos leilões cursados na B3, realizamos dois diferentes levantamentos empíricos sobre tais operações, com o objetivo de medir as oscilações nos preços das ações antes e depois da sua execução.

Num primeiro momento, utilizamos uma base mais ampla de dados, abrangendo um total de 1266 leilões realizados na B3 entre janeiro de 2018 e fevereiro de 2020³⁰, os quais foram (a) selecionados, a partir da base completa com todos os leilões, através da aplicação de um filtro de materialidade (apenas operações envolvendo lotes superiores a R\$10 milhões); e (b) subdivididos em 5 grupos, por ordem crescente de volume financeiro negociado (o primeiro grupo com operações acima de R\$10 milhões, e o último com operações acima de R\$1 bilhão). Adicionalmente, nesse primeiro momento, em razão de uma limitação técnica na extração dos

³⁰ Os dados relativos aos leilões foram extraídos dos provedores de *market-data* licenciados pela B3.

dados, a comparação de preços levou em consideração a cotação da ação imediatamente anterior ao leilão (medida pelo preço do último negócio fechado), e não o preço de início do leilão.

Mesmo com a referida limitação, os resultados dessa primeira etapa já foram bastante surpreendentes, demonstrando que as premissas habitualmente assumidas em relação a negociação de grandes lotes por meio de leilões não se confirmam na realidade – ao menos não na realidade brasileira.

Nesse sentido, como esperado, todos os leilões analisados foram iniciados pela ponta vendedora. Entretanto, contrariando nossas expectativas, descobrimos também que a comparação entre o preço final dos leilões e o preço imediatamente anterior à sua realização indica oscilações pouquíssimo significativas, especialmente nos grupos 2 a 5 da tabela abaixo, onde se encontram quase todas (99,45%) as operações analisadas:

Grupo	Volume	Quantidade de leilões	Oscilação do Preço		
			Mediana	Média	Média ponderada pelo volume.
1	> R\$ 1 bi	7	-1,26%	-1,64%	-1,87
2	> R\$ 500 mi	21	-0,62%	0,38%	-0,97%
3	> R\$ 100 mi	165	-0,02%	0,37%	0,69%
4	> R\$ 50 mi	300	-0,01%	-0,29%	-0,61%
5	> R\$ 10 mi	773	0,00%	-0,34%	-0,58%

Mesmo diante desses resultados – que por si só já são bastante significativos para a discussão dos grandes lotes –, pareceu-nos conveniente realizar uma segunda rodada de testes, em que fosse possível medir a oscilação de preços entre o preço inicial do leilão e o seu preço final, ainda que com um espaço amostral consideravelmente menor. E isso porque suspeitávamos, com base na prática de mercado, que a comparação com os preços de início do leilão levaria a resultados ainda mais contundentes, considerando que os leilões realizados no contexto de *block trades* são, como regra, iniciados por um preço com deságio em relação à cotação da respectiva ação.

Dessa forma, separamos e avaliamos 22 leilões, comparando o preço dos papéis no seu início e ao seu final. Ao fazê-lo, chegamos a um resultado ainda mais contundente do que o esperado, verificando oscilações **positivas** na cotação das ações, como demonstra a tabela abaixo:

Quantidade de leilões	Volume médio	Oscilação do Preço		
		Mediana	Média	Média ponderada pelo volume
22	R\$ 705 mi	1,22%	1,55%	2,43%

Diante de tais resultados, portanto, é possível inferir que, caso as operações submetidas a leilão acima indicadas fossem executadas em um sistema de negociação assemelhado a um *dark pool* – onde a possibilidade de interferência compradora e vendedora é extremamente limitada ou até mesmo inexistente – grande parte delas seria fechada a um preço pior para os próprios vendedores (assumindo que os *block trades* seriam provavelmente executados nos *dark pools* a preços iguais ou inferiores aos preços de início dos leilões em bolsa).

Sendo assim, parece-nos que as regras aplicáveis à negociação de grandes lotes não deveriam ser delineadas em função da possibilidade de se obter preços “melhores” para um grupo de contrapartes, mas sim com o objetivo de assegurar que os procedimentos especiais de negociação sejam transparentes, equitativos e eficientes sob a ótica do processo de formação de preço. Nesse contexto, não custa repisar – uma vez mais – que a negociação “apartada” de grandes lotes de ações em ambientes menos transparentes acabaria por impor restrições de acesso a essas operações, que estariam disponíveis a um grupo limitado de intermediários e investidores, afastando o objetivo de gerar ganhos de eficiência para o mercado, conforme expresso no Edital.

Adicionalmente, a execução das operações envolvendo grandes lotes em mercado de bolsa garante também que tais transações sejam compensadas e liquidadas por entidade que assuma a posição de contraparte central. Como se sabe, a compensação e liquidação de operações por meio de uma contraparte central – sempre obrigatória nas bolsas de valores, conforme o art. 88, parágrafo único, da Minuta – representa um importantíssimo mecanismo de mitigação de riscos sistêmicos, de crédito e de liquidez no mercado de valores mobiliários, conforme amplamente reconhecido pelos reguladores locais e internacionais.

2.3. Conclusão: diagnóstico e propostas

Diante de todo o exposto acima, somos da opinião de que a abertura do mercado acionário brasileiro à negociação simultânea de ações em mercado de bolsa e de balcão, ainda que restrita aos grandes lotes, conforme a proposta contida no art. 67 da Minuta, é um equívoco em termos de política regulatória, e representaria um grande retrocesso para os participantes do mercado como um todo.

E isso porque, a nosso ver, existem outras soluções igualmente – ou mais – eficazes, e que oferecem muito menos riscos aos níveis de transparência e isonomia do mercado. Não custa repisar: além da grave preocupação relacionada à possível fragmentação da liquidez do mercado acionário, a migração de parte dele para ambientes sem transparência pré-negociação poderia gerar efeitos absolutamente deletérios para os investidores, acentuando os conflitos de interesses inerentes às atividades dos intermediários e, inclusive, colocando em cheque a efetividade do dever de melhor execução no Brasil.

A garantia de formação pública, equânime e transparente de preços, com amplo acesso a todos os investidores, é uma conquista caríssima do mercado brasileiro, semelhante a outros exemplos de regras e princípios da regulação nacional que, quando comparados a outras jurisdições, mostram-se até mais robustos e protetivos aos participantes do mercado – é o caso, por exemplo, da exigência de que sejam identificados os comitentes finais de todas as operações de valores mobiliários cursadas no Brasil.³¹ Não há motivo que justifique, portanto, a mitigação de um dos pilares estruturantes do mercado brasileiro em benefício de uma duvidosa e etérea redução de “impactos de mercado” associados à negociação transparente de grandes lotes.

No mercado norte-americano, esse risco de deterioração da qualidade dos mercados, ao menos de alguns de seus aspectos, já se provou real e capaz de gerar danos concretos aos investidores, conforme os precedentes mencionados acima e diversos outros casos apreciados pela SEC ao longo dos últimos anos, com exemplos graves de práticas como *information leakage* e *front running*.

Dito isso, passemos, então, às possíveis alternativas regulatórias e autorregulatórias que nos parecem certamente mais adequadas para lidar com a questão dos grandes lotes.

2.3.1. Alteração dos parâmetros dos leilões

Em primeiro lugar, acreditamos que parte dos problemas recorrentemente apontados em relação à execução de operações envolvendo grandes lotes poderia ser resolvida por meio de uma ampla reforma no regime aplicável aos procedimentos especiais de leilão em bolsa.

É inegável que o regime previsto na Instrução 168 para a submissão de operações a procedimentos de leilão – estabelecido há quase três décadas atrás – não reflete o atual estágio de evolução e a atual estrutura do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente no que diz respeito aos parâmetros de preço e de quantidade determinantes para a submissão de uma determinada operação a leilão.

³¹ Cf. o art. 22 da Instrução CVM nº 505/11.

Como consequência, diversas operações que, pelas suas características, não exigiriam a realização de leilão para sua eficiente execução são atualmente submetidas àquele procedimento em função da defasagem dos parâmetros atualmente contidos na Instrução 168.

Da mesma forma, operações envolvendo efetivamente grandes lotes e, portanto, vocacionadas à execução por meio de leilão, poderiam ser cursadas de maneira mais ágil e eficiente caso as regras de antecedência mínima de divulgação e de duração dos leilões previstas na Instrução 168 – igualmente defasadas em relação à atual realidade do mercado brasileiro – fossem também atualizadas.

O primeiro passo nesse sentido – e o mais importante – já foi dado pela própria CVM: os artigos 91 a 95 da Minuta propõem a revogação da Instrução 168, acompanhada da delegação, à autorregulação, da competência para fixar os parâmetros para a submissão de operações a procedimentos especiais.

Neste sentido, entendemos que devem ser revistos, no âmbito da autorregulação, (a) os parâmetros de volume que disparam o procedimento de leilão, a serem reestabelecidos, idealmente, em função da combinação de critérios como (i) percentual das ações em circulação no mercado; (ii) média ponderada do volume negociado nos últimos pregões; ou (iii) valor médio dos negócios realizados, entre outros; e (b) o prazo de antecedência da divulgação e o tempo de duração dos leilões, no sentido de reduzi-los.

2.3.2. Midpoint Pegged Orders

A despeito da importância da transparência pré-negociação, reconhecemos que certos mecanismos de apregoação “confidencial” de grandes lotes podem atender a interesses legítimos de certos intermediários e investidores institucionais que atuam no mercado brasileiro.

Adicionalmente, acreditamos que, desde que adotados com a devida cautela (mitigando-se os seus principais riscos), mecanismos dessa natureza podem representar um passo importante na modernização do mercado brasileiro, em linha com a prática internacional.

Sendo assim, caso seja do interesse da CVM incorporar tais mecanismos à regulação brasileira, sugerimos que a Minuta passe a prever a possibilidade de os sistemas de negociação do mercado de bolsa instituírem mecanismos de execução de ordens que preservem a discricção, na fase pré-negociação, do volume e do preço ofertados pelo investidor. É o que ocorre, em diversas bolsas de valores mundo afora, com as chamadas “*hidden orders*”, “*reserve orders*” ou, ainda, as chamadas “*midpoint pegged orders*”.

Estas últimas, que nos parecem a modalidade mais adequada a ser eventualmente adotada no Brasil, funcionam da seguinte forma: semelhantemente às “*hidden/reserve orders*”, desde que

observado um patamar mínimo de volume pré-fixado, o investidor insere uma ordem no sistema de negociação da bolsa que não é visível no livro central de ofertas, mas que pode ser executada contra as ordens visíveis que o integram. A diferença é que, no caso das *midpoint pegged orders*, além de não serem visíveis as ordens, os negócios somente são fechados pelo preço que represente o preço médio entre as melhores ofertas de compra e de venda disponíveis no livro.

A título de exemplo, reproduzimos abaixo as descrições da *London Stock Exchange* e da *Euronext* a respeito do funcionamento das “*midpoint pegged orders*” admitidas em seus sistemas de negociação (em linha com o levantamento constante do **Anexo I** a esta manifestação):

LSE:

*“Non-displayed order with size which must exceed the relevant Min Reserve Order Value trading parameter on entry. Its price updates to the midpoint of the security’s visible best bid/offer”.*³²

Euronext:

*“A Large-in-scale order, as defined in Rule 4204/3, to buy or sell a stated amount of a security at the mid-point of the current bid or ask of the Euronext central Order book or of another market. Mid-Point orders can have a limit price which if breached will cause the mid-point price assignment to temporarily stop if inconsistent with such limit price”*³³

Dessa forma, garante-se que o “topo” do livro, com as melhores ofertas de compra e de venda, seja resguardado aos investidores que estejam dispostos a operar com plena visibilidade pré-negociação, em benefício da transparência do mercado como um todo.

Por outro lado, os investidores teriam também *faculdade* de, alternativamente ao procedimento de leilão, *optar* por submeter ao mercado uma oferta de “grande lote” de ações que não seria visível no livro central de ofertas, em nenhum de seus aspectos (preço, quantidade, intermediário), mas poderia ser executada contra as ofertas visíveis que o integram, sempre na média do *bid and ask spread*.

Ademais, a fim de introduzir uma camada adicional de proteção à liquidez no mercado plenamente visível, seria possível prever também que, antes de interagir com as ofertas do livro,

³² Disponível em:

https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/LSEG_CM_SETS_HIDDEN_ORDERS_BROCHURE_CMYK_LR.pdf

³³ Disponível em: <https://www.euronext.com/en/regulation/euronext-regulated-markets>

as *midpoint pegged orders* devam necessariamente ser executadas contra outras ofertas de mesma natureza eventualmente existentes.

Uma solução dessa natureza nos parece adequada por dois principais motivos.

Por um lado, ela mimetiza fielmente os potenciais benefícios advindos da utilização de *dark pools*, atendendo aos interesses dos investidores institucionais que desejem executar operações envolvendo grandes lotes sem incorrer nos riscos e nas eventuais ineficiências decorrentes da publicização de sua oferta.

Por outro, ela mitiga substancialmente os riscos de (a) fragmentação de liquidez, ao manter as operações concentradas no mesmo ambiente de bolsa, compensadas e liquidadas por meio de contraparte central e sem custos adicionais de interconectividade entre os participantes do mercado; e (b) restrição de acesso, uma vez que, no limite, as *midpoint pegged orders* poderiam dar vazão à liquidez contida no próprio livro central de ofertas, de maneira isonômica e evitando a circunscrição dos *block trades* a alguns poucos investidores institucionais, como provavelmente ocorreria em um *dark pool* organizado nos termos propostos pelo art. 67 da Minuta. Adicionalmente, seria mantida a faculdade de intermediários ou investidores adotarem o procedimento de leilão, caso preferissem.

Por fim, com o objetivo de preservar o livro central de ofertas como principal centro de liquidez do mercado de bolsa e assegurar que o processo de formação de preços ocorra preponderantemente no livro, é absolutamente necessário que o volume diário das *midpoint pegged order* seja limitado a um percentual do total de ofertas registradas no livro central. Ultrapassado aquele limite, a operação seria automaticamente submetida ao procedimento de leilão.

Como referência, o **Anexo I** desta manifestação apresenta uma tabela com exemplos de bolsas de valores estrangeiras que adotam *dark orders* de diferentes naturezas, incluindo, em alguns casos, *midpoint pegged orders* nos termos descritos acima – ainda que porventura adotando nomenclatura distinta. Já o **Anexo II**, por sua vez, apresenta nossas sugestões de alteração à redação proposta de determinados artigos da Minuta, que entendemos necessárias para acomodar tal modalidade de ordem no arcabouço jurídico brasileiro, além da exclusão do artigo 67 e do parágrafo único do artigo 63.

Finalmente, reiteramos que, como indicado no item 2.2.1 acima, o ponto de partida para qualquer discussão a respeito da regulamentação de operações envolvendo grandes lotes de valores mobiliários é a própria definição de “grande lote” de que se está falando, uma vez que a adequação da solução apresentada depende da sua efetiva dimensão.

Isso é importante porque, embora as propostas apresentadas neste tópico 2.3.2 possam, em regra, mitigar adequadamente alguns impactos relacionados à negociação de grandes lotes de valores mobiliários de modo geral, talvez o mesmo não seja verdade em relação a operações envolvendo lotes “gigantes”, que ultrapassem um certo volume financeiro ou quantidade de valores mobiliários – por exemplo, ofertas que envolvam um volume financeiro superior a R\$1 bi.

Nesses casos, parece-nos que a solução mais adequada residiria no próprio leilão, com os aprimoramentos indicados no item 2.3.1, sem a necessidade de se renunciar às salvaguardas básicas do modelo regulatório atual: transparência, processo robusto de formação de preços e equidade de tratamento e acesso aos investidores. Entendemos que, nesses casos extraordinários, o procedimento de leilão funcionaria como um meio mais adequado para coordenar as forças de oferta e demanda até uma situação de equilíbrio. Ademais, como dito anteriormente, é importante que qualquer eventual flexibilização da disseminação pública de ofertas em bolsa tenha limites quantitativos, a fim de preservar parte substancial da liquidez em negociações dotadas de ampla transparência pré-negociação.

Diante de todo o exposto acima, cumprimentamos esta Comissão de Valores Mobiliários pela louvável iniciativa de revisar e aprimorar o regime regulatório da Instrução 461, e nos colocamos à disposição para esclarecer quaisquer pontos desta manifestação.

Cordialmente,

DocuSigned by:
Jose Zitelmann
0137682F147C4F1...

DocuSigned by:
Gustavo Hungria
8ACEC85B3DEE4FE...

Absoluto Partners Gestão de Recursos Ltda.

DocuSigned by:
Bruno Rudge
EA8A16AFD486471...

DocuSigned by:
Gustavo D. Barreto
AE0EDBD6A7CC43E...

Dynamo Administração de Recursos Ltda.

Anexo I

Bolsas de Valores e as *dark orders*

Bolsa de Valores	Tipos de <i>Dark Orders</i>
New York Stock Exchange	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Reserve Orders; (ii) Retail Order Type 2 (DAY); (iii) Retail Order Type 2 (MKT); (iv) Limit-Non Displayed (PL order). • Interação com o <i>book</i>: interagem com todas as ordens do <i>book</i>. As ordens visíveis, no entanto, têm prioridade de execução. • Requisitos: N/A.
NASDAQ³⁴	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Price-to-Comply Orders; (ii) Supplemental Orders; (iii) Iceberg Orders; (iv) Minimum Quantity Orders; (v) Pegged Orders; e (vi) Non-display Limited Orders. • Interação com o <i>book</i>: interagem com todas as ordens do <i>book</i>. As ordens visíveis, no entanto, têm prioridade de execução. • Requisitos: <i>Reserve Orders</i> tem um lote mínimo de 200 ações.
Euronext³⁵	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Pegged Orders (Mid-Point; Peg Market Orders; Peg Primary Orders); e (ii) Reserve Orders. • Interação com o <i>book</i>: em princípio, ordens sujeitas ao <i>Large-in-Scale transparency waiver</i> só interagem entre si, mas, se requisitado pelo cliente, podem interagir com ordens visíveis. <i>Mid-Point Orders</i>, por sua vez, só interagem com outras <i>Mid-Point Orders</i>. • Requisitos: deverá observar o <u><i>Large-in-Scale threshold</i></u>.
London Stock Exchange³⁶	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Dark Mid-price Pegged Orders; (ii) Dark Limit Order; e (iii) Iceberg Orders. • Interação com o <i>book</i>: interagem com todas as ordens do <i>book</i>, entretanto, ordens visíveis recebem preferência de execução. A prioridade de execução segue a seguinte ordem: ordens visíveis

³⁴ NASDAQ Global trading and Market Services: Order Types and Modifiers.

³⁵ Euronext Harmonised Rule Book.

³⁶ LSE Trading Guide.

Bolsa de Valores	Tipos de <i>Dark Orders</i>
	<p>– partes visíveis de <i>iceberg orders</i> – partes não visíveis de <i>iceberg order</i> – <i>hidden limit order</i> – <i>mid price pegged order</i>.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Requisitos: deverá observar o <i>Large-in-Scale threshold</i>.
Toronto Stock Exchange ³⁷	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Dark Pegged Orders (Mid-point NBBO; Primary Peg; Market Peg); (ii) Dark Limit Order; e (iii) Iceberg Orders. • Interação com o <i>book</i>: interagem com todas as ordens do <i>book</i>³⁸, salvo ordens com “by-pass Market”, que interagem somente com o volume visível. A prioridade de execução segue a seguinte ordem: preço – visibilidade – broker – tempo de submissão. • Requisitos: Ressalvadas as particularidades de cada modalidade, uma <i>Dark Order</i> poderá ser submetida independentemente do seu volume. Contudo, somente pode ser executada contra (i) <i>small orders</i> visíveis, se verificado um incremento de preço; ou (ii) contra <i>large orders</i>, independentemente de incremento de preço, sendo estas últimas definidas como ordens (a) maiores que 50 lotes-padrão; ou (b) com valor superior a \$ 100.000,00.
Frankfurt Stock Exchange ³⁹	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Iceberg Orders; e (ii) Volume Discovery Orders. • Interação com o <i>book</i>: <i>Iceberg Orders</i> interagem com as ordens visíveis de acordo com o critério preço/tempo, sendo que este último se refere somente à parte visível da ordem. As <i>Volume Discovery Orders</i> interagem somente com a parte opaca do <i>book</i>. • Requisitos: para cada ação há um requisito mínimo de tamanho e proporção entre as partes visível e opaca da ordem.

³⁷ TSX Order Types and Functionality Guide.

³⁸ Dark Liquidity Guide Toronto Stock Exchange TSX Venture Exchange.

³⁹ Release 7.0 - Market Model for the Trading Venue Xetra e Exchange Rules for the Frankfurter Wertpapierbörse.

Bolsa de Valores	Tipos de <i>Dark Orders</i>
SIX Swiss Exchange ⁴⁰	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Iceberg Orders; e (ii) Plus Orders. • Interação com o <i>book</i>: <i>Iceberg Orders</i> interagem com as ordens visíveis de acordo com o critério preço/tempo, sendo que este último se refere somente à parte visível da ordem. <i>Plus Orders</i>, por sua vez, interagem com a liquidez visível e opaca, nesta inclusa a liquidez advinda da SIX Swiss Exchange At Midpoint (<i>dark pool</i> operado pela Bolsa). • Requisitos: <i>Iceberg Orders</i> têm de ser maiores que CHF 10.000,00.
ASX Stock Exchange ⁴¹	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: (i) Centre Point Orders (Pegged Orders); (ii) Centre Point Crossing; (iii) Undisclosed Orders; e (iv) Iceberg Orders. • Interação com o <i>book</i>: (i) Centre Point Orders (Pegged Orders): interagem somente com ordens do mesmo tipo. (ii) Centre Point Crossing: interagem com ordens iguais e Centre Point Orders. (iii) Undisclosed Orders (informa o preço, mas não volume): interagem com ordens visíveis. (iv) Iceberg Orders: interagem com ordens visíveis. • Requisitos: (i) Undisclosed: valor mínimo de A\$ 500.000,00; e (ii) Iceberg Orders: lote visível mínimo de 5.000 ações e <i>ratio</i> máximo de 100:1 entre volume total e visível.
Bolsa de Madrid ⁴²	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: Hidden Volume (Iceberg Order). • Interação com o <i>book</i>: interagem com ordens visíveis. • Requisitos: N/A.
SGX Stock Exchange	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de ordem: Price Triggered Orders. • Interação com o <i>book</i>: a ordem permanece invisível no <i>book</i> até que seu preço seja atingido, neste momento será revelada e executada contra qualquer ordem do <i>book</i>. • Requisitos: N/A.

⁴⁰ Página da SIX Swiss Exchange na rede mundial de computadores.

⁴¹ ASX New Order Types, 2013.

⁴² Página da Bolsa de Madrid na rede mundial de computadores.

Anexo II
Proposta

Em linha com os principais pontos apresentados ao longo desta manifestação, em especial no tópico 2.3.2, sugerimos as seguintes alterações aos artigos 50 e 91 da Minuta, além da exclusão do seu artigo 67 e do parágrafo único do artigo 63.:

Redação atual da Minuta	Nossa Proposta
<p>Art. 50. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.</p> <p>§ 1º Quando se tratar de mercados organizados de valores mobiliários que se destinem apenas ao registro de operações previamente ocorridas, os registros devem realizar-se por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.</p> <p>§ 2º Verificando que o mercado organizado não está adotando as medidas necessárias para o cumprimento do disposto neste artigo, a CVM pode determinar a adoção de medidas suplementares e, caso as deficiências apontadas não sejam corrigidas, cancelar a autorização para o funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários</p>	<p>Art. 50. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.</p> <p>§ 1º As entidades administradoras de mercado de bolsa poderão estabelecer em seus regulamentos regras especiais de negociação que dispensem o requisito de transparência das ofertas, observado o disposto no art. 91.</p> <p>§ 2º Quando se tratar de mercados organizados de valores mobiliários que se destinem apenas ao registro de operações previamente ocorridas, os registros devem realizar-se por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes.</p> <p>§ 3º Verificando que o mercado organizado não está adotando as medidas necessárias para o cumprimento do disposto neste artigo, a CVM pode determinar a adoção de medidas suplementares e, caso as deficiências apontadas não sejam corrigidas, cancelar a</p>

	autorização para o funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários
<p>Art. 91. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente:</p> <p>I – a regular, adequada e eficiente formação de preços;</p> <p>II – a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e</p> <p>III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.</p> <p>Parágrafo único. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, 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, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento.</p>	<p>Art. 91. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente:</p> <p>I – a regular, adequada e eficiente formação de preços;</p> <p>II – a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e</p> <p>III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços, observado o disposto no § 2º.</p> <p>§1º Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, 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, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação ou outras situações excepcionais previstos em regulamento, inclusive nos termos do §2º abaixo.</p> <p>§2º A entidade administradora de mercado de bolsa poderá estabelecer regras e procedimentos de negociação que facultem a dispensa da disseminação pública das ofertas,</p>

	<p>conforme prevista no inciso III do caput, desde que destinadas à execução de operações com características especiais estabelecidas em seus regulamentos.</p>
--	---