



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 178-179, ago. 2019/jul. 2020

RDM 178/179

Doutrina e Atualidades:

1 - "Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais" (autor: Calixto Salomão Filho)

2 - "Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil" (autor: Carlos Portugal Gouvêa)

3 - "A Crise e o Quadro Normativo da Gestão Monetária" (autores: Luís Fernando Massoneto e Gustavo Jorge Silva)

4 - "A tecnologia de registros distribuídos e o Real Digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?" (autor: Rafael Viana de Figueiredo Costa)

5 - "Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro" (autor: Alessandro Fernandes)

6 - "A tutela da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil" (autor: Yasmin Fernandes Reis)

7 - "O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo" (autor: Luis Felipe Pinto)

8 - "A Relativização Da Autonomia Da Vontade No Âmbito Do Contrato De Factoring: Uma Análise Acerca Do Julgamento Proferido Pelo Superior Tribunal De Justiça No Recurso Especial Nº 1.711.412-MG" (autores: Paulo Márcio da Cruz e Pedro Henrique Piazza Noldin)

9 - "A Substituição do Índice de Correção Monetária nos Contratos Empresariais" (autores: Ana Chen e Bruno Almeida Ruggiero)

10 - "Validade e eficácia da cláusula denominada *pró-sandbagging* nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro" (autor: Maira de Melo Vieira Temple)

11 - "Plataforma de Dois Lados e Regra da Razão: o Caso Ohio vs. American Express" (autor: Guilherme dos Santos)

ISBN 978-65-6006-025-8



9 786560 060258 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE
DIREITO
MERCANTIL
industrial, econômico
e financeiro**

178/179

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVIII (Nova Série)
Agosto 2019/Julho 2020

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LVIII – ns. 178/179 – ago. 2019/jul. 2020
FUNDADORES

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

CONSELHO EDITORIAL

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

COMITÊ DE REDAÇÃO

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS
LEÃES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC
VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MARCOS PAULO DE ALMEIDA
SALLES, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÉA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA, ROBERTO
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,
SHEILA CHRISTINA NEDER CERZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA, ISABELLA PETROF
MIGUEL, MATEUS RODRIGUES BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA,
VICTORIA ROCHA PEREIRA, VIRGILIO MAFFINI GOMES,

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos
Diagramação e Capa: Daniel Carvalho e Igor Carvalho
Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Alessandro Fernandes, Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero, Calixto Salomão Filho, Carlos Portugal Gouvêa, Guilherme dos Santos, Gustavo Jorge Silva, Luis Felipe Pinto, Luis Fernando Massonetto, Maira de Melo Vieira Temple, Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin, Rafael Viana de Figueiredo Costa, Yasmin Fernandes Reis

ISBN: 978-65-6006-025-8

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br



AUTORES

Calixto Salomão Filho

Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e Professor de Direito e Desenvolvimento no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris.

Rafael Viana de Figueiredo Costa

Mestre em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio (2023). Pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper-SP (2019). Graduado em Direito pela FGV-Direito Rio (2016). Advogado no escritório Velloza Advogados Associados, com atuação voltada para o mercado de capitais, com ênfase em fundos de investimento e administração de recursos de terceiros em geral.

Alessandro Fernandes

Assessor na Unidade de Segurança Institucional do Banco do Brasil. Doutorando em Direito pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Mestre em Gestão e Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

Yasmin Fernandes Reis

Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Mestranda em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social da Fundação Getúlio Vargas. Analista de negócios em São Paulo.

Luis Felipe Pinto

Advogado regularmente inscrito na OAB/SP, sob nº 435.812, pós-graduado em Direito Empresarial e Societário, e investidor do mercado financeiro desde 2019.

Luís Fernando Massonetto

Doutor em direito pela Universidade de São Paulo. Professor doutor no Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. É coordenador de pesquisa sobre Regulação Indutora no Programa de Pós-Graduação em Cidades Inteligentes e Sustentáveis da Uninove. Coordenador do Grupo de Pesquisa Direito Econômico e Produção do Espaço: território, lugar, escalas e redes (CNPQ).

Gustavo Jorge Silva

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela mesma instituição, com período de estudos na Universidade de Lucerna (Suíça). Pós Graduado em Administração Pública no Século XXI pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atua como advogado especializado em Direito Bancário e Meios de Pagamento.

Carlos Portugal Gouvêa

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Paulo Márcio da Cruz

Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (1984), Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1995) e Doutor em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1999). Realizou estágio de pós-doutorado nas universidades de Perugia e Alicante e estágio sênior na Universidade de Alicante. É professor titular da Universidade do Vale do Itajaí, coordenador e pesquisador do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica nos cursos de mestrado e doutorado - da Universidade do Vale do Itajaí, professor convidado da Universidade de Alicante e da Universidade de Perugia. Professor visitante do Instituto Universitario del Agua y de las Ciencias Ambientales da Universidade de Alicante. Atua como docente e pesquisador nos temas Direito Transnacional, Direito e Sustentabilidade, Democracia e Estado e Constitucionalismo Comparado. E-mail: pcruz@univali.br.

Pedro Henrique Piazza Noldin

Advogado (OAB/SC 45.273). Doutorando em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Università degli Studi di Perugia/Itália. Mestre em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Widener University - Delaware Law School/EUA, com apoio de Bolsa PROSUP-CAPES. Especialista em Direito Empresarial e dos Negócios pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Especialista em Direito Médico pela Verbo Educacional. Graduado em Direito, com Mérito Estudantil, pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Assessor Jurídico do Município de Itajaí no ano de 2016. Atuante na área do Direito Empresarial, Médico e Hospitalar. E-mail: pedro@spsadvogados.com.br.

Ana Chen

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Analista jurídica da IEST Consultoria e Brusasco & Corinti Sociedade de Advogados. Orientanda do Professor Associado Eduardo Tomasevicius Filho (DCV).

Bruno Almeida Ruggiero

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário no escritório Mendonça Sica Advogados Associados. Foi orientando do Professor Associado Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (DCO).

Maíra de Melo Vieira Temple

Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, *Université d'Aix-Marseille* (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Guilherme dos Santos

Bacharel em Direito pela Universidade Estadual de Londrina (UEL). Intercambista do 40º Programa de Intercâmbio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (PinCade, 2020). Advogado associado ao Nishioka & Gaban Advogados.

SUMÁRIO

| | |
|--|-----|
| Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais | 15 |
| <i>Calixto Salomão Filho</i> | |
| Governança corporativa e diversidade racial no Brasil: um retrato das companhias abertas..... | 31 |
| <i>Carlos Portugal Gouvêa</i> | |
| A crise e o quadro normativo da gestão monetária | 81 |
| <i>Luis Fernando Massonetto, Gustavo Jorge Silva</i> | |
| A tecnologia de registros distribuídos e o real digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro? | 119 |
| <i>Rafael Viana de Figueiredo Costa</i> | |
| Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro | 167 |
| <i>Alessandro Fernandes</i> | |
| O tratamento da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil..... | 195 |
| <i>Yasmin Fernandes Reis</i> | |
| O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo..... | 225 |
| <i>Luis Felipe Pinto</i> | |

A relativização da autonomia da vontade no âmbito do contrato de *factoring*: uma análise acerca do julgamento proferido pelo superior tribunal de justiça no recurso especial nº 1.711.412-MG.....261

Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin

A substituição do índice de correção monetária em contratos empresariais: os impactos da pandemia sobre IGP-M/FGV e a resposta tópica do poder judiciário287

Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero

Validade e eficácia da cláusula denominada *pró-sandbagging* nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro.....347

Maíra de Melo Vieira Temple

Plataforma de dois lados e regra da razão: o Caso Ohio vs. American Express377

guilherme dos Santos

O TRATAMENTO DA LIQUIDEZ NO MERCADO SECUNDÁRIO DE AÇÕES NO BRASIL³¹²

Yasmin Fernandes Reis

RESUMO: O mercado de capitais brasileiro está em processo de desenvolvimento e a liquidez tem um papel de destaque. O presente artigo se destina a examinar como a liquidez tem sido tratada pela regulação a partir da análise das discussões sobre ambientes de negociação de grandes lotes e *Retail Liquidity Provider*. Após abordar o conceito da liquidez, seus efeitos sobre o preço e retorno das ações, bem como a relação desta com a regulação, observa-se que a regulação brasileira trata as discussões sobre a liquidez no mercado secundário de ações por meio de uma abordagem gradual e/ou experimental, aberta à implementação de novas iniciativas, com diálogos constantes entre o regulador, bolsa de valores e participantes do mercado.

Palavras-chave: Liquidez; Mercado secundário; Ações, Regulação.

ABSTRACT: The Brazilian capital markets is in the process of development and liquidity plays a prominent role. This article aims to examine how liquidity has been treated by regulation based on the analysis of discussions on large block-trade facilities and Retail Liquidity Provider. After approaching the concept of liquidity, its effects on the price and return of shares, as well as its relationship with regulation, it is observed that Brazilian regulation deals with discussions about liquidity in the secondary stock market through a gradual and/or experimental approach, open to the implementation of new initiatives, with constant dialogue between the regulator, the stock exchange and market participants.

Keywords: Liquidity; Secondary markets; Stocks, Regulation.

312 O presente trabalho foi realizado com apoio da Fundação Getúlio Vargas, por meio da bolsa Mario Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa.

1. INTRODUÇÃO

A liquidez é amplamente conhecida como a habilidade de negociar determinada quantidade de um ativo, a qualquer tempo, sem incorrer em uma alteração significativa no preço³¹³.

Especificamente com relação ao mercado secundário de ações brasileiro, nota-se que o nível de concentração das negociações é alto. Conforme destacado pela área técnica da Comissão de Valores Mobiliários (CVM):

“[...] os dados revelam que o mercado brasileiro é enormemente concentrado. Isso significa que uma parte imensa dos volumes é negociada em pouquíssimas operações. [...] Com efeito, um levantamento da representatividade do volume financeiro das posições por percentil do número de posições demonstrou que mais de 75% do volume direcional é realizado por 1% das posições. Por outras palavras, 1% das posições formadas ou desfeitas representam mais de 75% de todo o volume direcional negociado em bolsa [...]” (destacou-se)³¹⁴.

Além disso, existe uma preocupação constante dos participantes do mercado com a possível falta de liquidez: ***“Nossos acionistas podem encontrar limitação substancial na capacidade de venderem as ações da Companhia pelo preço e na ocasião que desejarem, devido à volatilidade e à liquidez reduzida do mercado brasileiro [...]”*** (destacou-se)³¹⁵.

313 HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

314 Trecho foi escrito no contexto da audiência restrita para discussão sobre a negociação de grandes lotes de ações. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022**. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 16

315 MAGANIZE LUIZA S.A. **Formulário de referência: Fatores de risco**. Versão 11, datada de 26/04/2022, p. 38. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza>>

Um mercado líquido pode contribuir para a redução de custos de transação, aumento da eficiência alocativa do mercado, redução do custo de capital para as companhias, bem como a manutenção da estabilidade do mercado³¹⁶. Logo, o desenvolvimento do mercado brasileiro passa pela busca da liquidez³¹⁷.

Há diversas alavancas que podem contribuir com o fomento da liquidez, em especial relacionadas à ampliação da base de investidores (pessoas físicas e investidores internacionais), aumento da oferta de valores mobiliários e aprimoramentos da microestrutura do mercado³¹⁸.

Entende-se como microestrutura de mercado o estudo dos ambientes de negociação de ativos financeiros e seus mecanismos³¹⁹. Atualmente, a microestrutura é objeto da regulação de mercado³²⁰.

com.br/ListGroup/Download.aspx?Arquivo=/HRQEGbxzn85RmjV2IAk/A==&IdCanal=ZNblHtomXLPEN1ssTVaUhQ==>. Acesso em 15 de outubro de 2022.

316 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 6-8. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

317 *“Liquidity is a critical component of financial market development. As liquidity serves to deepen and strengthen financial markets, measures aimed at promoting liquidity will have a positive impact on overall financial market development. Growing liquidity is therefore a critical objective for market regulators, exchanges, issuers, and investors”* (destacou-se). WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 5. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

318 WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (WFE); OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 37-38. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

319 HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 3.

320 *“The establishment of trading systems including securities exchanges should be subject to regulatory authorization and oversight”*. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Objectives and principles of securities regulation**. 2007, p. 12. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

A regulação, por sua vez, tem como objetivos: proteger investidores, assegurar que o mercado seja eficiente, justo e transparente, bem como reduzir o risco sistêmico (objetivos que coincidem, em certa medida, com os benefícios de um mercado líquido). Esses objetivos também são refletidos nas normas que regem o nosso mercado, como o art. 4º da Lei nº 6.385/76.

Nesse contexto, dado que a liquidez é essencial para o desenvolvimento do mercado brasileiro, como a nossa regulação, no nível da microestrutura, tem tratado esse tema atualmente?³²¹

O presente artigo se destina explorar essa questão, em quatro seções. A primeira buscará elucidar o conceito de liquidez e as formas de mensurá-la. A segunda seção trará a relação entre a liquidez, preço e retorno das ações, para demonstrar a relevância do tema para os investidores, em especial em mercados emergentes³²². Na sequência, será trazida a relação entre a regulação e a liquidez. Por fim, serão abordados os ambientes de negociação de grandes lotes de ações e o *Retail Liquidity Provider*, para identificar o que a discussão recente sobre esses temas pode nos dizer sobre regulação brasileira³²³.

O método utilizado será, essencialmente, o de revisão bibliográfica. Serão mobilizados conceitos da literatura de finanças (com foco na microestrutura de mercado), partindo de estudos

321 Vale destacar que, ao longo do texto, o termo regulação será empregado em um sentido amplo, incluindo todas as normas destinadas a organizar a microestrutura de mercado, incluindo a legislação aplicável, normas emitidas pela CVM e B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (autorregulação).

322 Não há uma definição oficial do que seria um mercado emergente. A IOSCO, por exemplo, utilizou a classificação do *World Economic Outlook*, do Fundo Monetário Internacional (FMI) para analisar quais fatores podem influenciar a liquidez nesses mercados (“*Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee*”). Já a WFE, em estudo sobre o tema (“*Enhancing liquidity in emerging market exchanges*”), se baseou na classificação elaborada pelo The Financial Times Stock Exchange (FTSE). Ambos os estudos estão citados acima.

323 Destaca-se que estes mecanismos foram escolhidos por serem objeto de debate recente e por ilustrar, de formas diferentes, como a regulação lida com a liquidez no Brasil. Outros mecanismos também podem contribuir para o tratamento da liquidez, tanto diretamente (e.g. formador de mercado, regras de *free float*, *circuit breaker*), quanto indiretamente (e.g. boas práticas de governança corporativa). Sobre a relação entre liquidez e regulação, vale destacar TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 87-90.

teóricos e empíricos. Também será aplicado o repertório de teoria da regulação, bem como a análise de documentos de audiências públicas e normas aplicáveis a cada instituto.

Espera-se que, ao final do texto, tenhamos uma visão geral da relevância e impacto da liquidez no mercado brasileiro, com uma noção inicial e não exaustiva acerca do tratamento oferecido pela nossa regulação.

2. O QUE É A LIQUIDEZ?

Imaginemos um investidor que detém ações de emissão de uma companhia listada na bolsa de valores local. Por um motivo pessoal e urgente, esse investidor precisa realizar em dinheiro suas aplicações financeiras, incluindo a posição mantida na companhia.

A partir daqui há, basicamente, dois cenários possíveis: ou ele terá facilidade para encontrar um ou mais investidores interessados em comprar suas ações, naquele mesmo dia, com um preço igual ou muito próximo ao preço que ele gostaria de vender; ou ele terá dificuldade para encontrar um comprador que esteja disposto a pagar o preço ideal e, conseqüentemente, acabará adiando a negociação ou aceitando o preço inferior oferecido pelo comprador.

É intuitivo concluir que, no primeiro cenário, há liquidez. No segundo, ela é ausente ou reduzida. Mas como podemos confirmar essa ideia?

Na prática, a liquidez pode ser verificada pelo comportamento do livro central de ofertas.

O livro de ofertas consiste no sistema que agrupa as ordens de compra e venda de determinada ação, organizadas pelo valor (decrecentes preços de compra e crescentes preços de venda), sendo que as ordens de mesmo preço são organizadas cronologicamente (da mais antiga para a mais atual)³²⁴. Quando as ordens são fechadas,

elas deixam o livro e o preço desta operação passa a ser o preço

324 Art. 119, §1º, Resolução CVM nº 135: “§ 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

corrente³²⁵. Para fins de ilustração, vejamos um exemplo simplificado de informações que constam livro de ofertas³²⁶:

Tabela 1: exemplo simplificado de informações do livro central de ofertas

| Ordens de compra | | | | Ordens de venda | | | |
|------------------|-------|------------|----------|-----------------|-------|------------|----------|
| Intermediário | Preço | Quantidade | Horário | Intermediário | Preço | Quantidade | Horário |
| XYZ | 74.42 | 300 | 11:49:39 | XYZ | 74.48 | 300 | 11:49:35 |
| CDE | 74.41 | 100 | 11:46:55 | CDE | 74.48 | 500 | 11:49:40 |
| XYZ | 74.36 | 400 | 11:48:30 | XYZ | 75.74 | 100 | 08:25:17 |
| CDE | 74.36 | 400 | 11:48:32 | XYZ | 76.00 | 150 | 08:02:02 |
| XYZ | 74.00 | 13 | 10:56:00 | CDE | 76.77 | 20 | 07:01:01 |
| CDE | 73.75 | 100 | 11:28:02 | XYZ | 77.00 | 100 | 09:15:00 |

Se o livro indica que há poucas ordens para compra/venda daquela ação, ou se as ordens contêm uma pequena quantidade de ações disponíveis, entende-se que não há profundidade suficiente no livro. Ou seja, as ordens existentes para negociação daquela ação não seriam capazes de absorver uma grande demanda de compra ou venda.

Além disso, se o livro indica que as ordens disponíveis elegem preços muito descolados do preço médio daquela ação, para mais ou para menos, entende-se que falta amplitude no livro³²⁷. O ideal seria

ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM."

325 B3 S.A. – BRASIL, BOLSA E BALCÃO: **Book em um day trade**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/mercado-de-acoos/book-em-um-day-trade.htm. Acesso em 03 de março de 2023.

326 Tabela adaptada a partir do exemplo trazido por FOUCALT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 24.

327 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 5. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

que as ordens oferecessem preços mais próximos da média, para que a negociação de uma maior quantidade não resultasse em um prejuízo ao investidor³²⁸ – por exemplo, é mais desejável que uma ordem de compra seja executada contra ordens de venda que têm um preço próximo da média, do que ser executada contra ordens de venda que exigem um preço muito mais alto³²⁹.

Por fim, também é possível que o livro passe por momentos de instabilidade como, por exemplo, em decorrência de informações divulgadas sobre a companhia emissora que ainda não foram adequadamente compreendidas pelos investidores. Nessas situações os preços tendem a ser descolados do preço médio do ativo por um período. Se o mercado consegue se recuperar rapidamente após essa oscilação, entende-se que ele é resiliente³³⁰.

Nesse contexto, a literatura especializada define a liquidez como a habilidade de negociar uma grande quantidade de ativo, a qualquer momento, sem um impacto significativo no preço³³¹, sendo a profundidade, amplitude e resiliência dimensões comumente analisadas para verificar o nível de liquidez de uma ação, de uma carteira de investimentos ou o mercado em geral.

328 Sobre a relação entre estas duas dimensões da liquidez: “*Enquanto a profundidade diz respeito ao volume que se pode negociar por um determinado preço; a amplitude diz respeito ao preço pelo qual se pode negociar um determinado volume*”. TANNOS, Thiago Sadi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 48.

329 “*Market liquidity, an important factor that affects market efficiency, is primarily determined by the effectiveness and efficiency of the market’s price discovery function. For instance, the uncertainty as to the execution price is low for liquid markets. This does not necessarily imply that the execution price is identical to the mid-price of the bid-ask spread; but rather that the deviation between the two should be predictable and minimal. In practice, this is likely to be associated with low and stable bid-ask spreads.*” (destacou-se). INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 7. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

330 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. 60-61.

331 HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

É importante mencionar que, por ser um conceito multidimensional, analisar a liquidez diretamente é difícil. Por isso, ela costuma a ser a mensurada por meio de algumas *proxies*. Uma das mais amplamente conhecidas é o *bid-ask spread*.

Trata-se da diferença entre o preço da melhor ordem de compra (preço mais alto) e a melhor ordem de venda (preço mais baixo). Se esta diferença for pequena, é possível entender aquela ação como líquida, dado que comprador e vendedor não teriam que incorrer em descontos significativos para concluir a negociação. Em contrapartida, se houver um espaço grande entre estes dois preços, menor a probabilidade da negociação ocorrer e, quando ocorrer, mais desfavorável para uma das partes³³². Logo, quanto maior o *bid-ask spread*, maior a variação do preço, indicando um menor nível de liquidez daquela ação³³³.

Além do *bid-ask spread*, há outros dados que podem ser utilizados como *proxies* para medir a liquidez, tais como: quantidade de negócios (número de vezes que a ação foi negociada em um período), volume negociado (soma do valor das negociações de uma ação em um período), *turnover* (relação entre a quantidade de ações em circulação e a quantidade negociada), entre outros³³⁴.

Entender o conceito de liquidez e como ele pode ser mensurado é importante para os investidores, considerando que ela pode interferir no preço da ação e no retorno esperado (como veremos na seção 2 adiante), que são fatores essenciais para a tomada da decisão de investimento.

332 FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 12-13.

333 O *bid-ask spread* é amplamente reconhecido como *proxy* para medir a liquidez, mas há críticas acerca de sua precisão: “A utilização do *bid-ask spread* como parâmetro de liquidez foi criticada por Brennan e Subrahmanyam (1996). Na opinião dos pesquisadores, esta medida seria imprecisa porque muitas negociações envolvendo grandes quantidades de ativos ocorrem fora do *spread* médio, enquanto muitas operações envolvendo pequenas quantidades ocorrem dentro do *spread*.”. CUNHA, George A. S. P. **Prêmio de liquidez de ações brasileiras**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia Empresarial e Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2020, p. 15.

334 TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 52-53.

Do ponto de vista regulatório, é importante que as normas de organização do mercado secundário de ações compreendam e tratem esse fenômeno adequadamente, para garantir que os principais objetivos da regulação sejam atingidos: proteção de investidores, manutenção de um mercado justo, eficiente e transparente e redução do risco sistêmico³³⁵.

3. POR QUE ELA É IMPORTANTE PARA OS INVESTIDORES?

A liquidez pode ser considerada como um fator importante para a decisão de investimento, vez que pode representar um risco adicional à negociação. Esse risco pode ser traduzido em variações no preço e no retorno de uma ação.

Analisando o mercado norte-americano Yakov Amihud e Haim Mendelson³³⁶ concluíram que, se o *bid-ask spread* de uma ação for pequeno (ou seja, se a ação for líquida), o preço dela tende a ser maior. Isso porque investidores estarão dispostos a pagar um valor mais elevado para não incorrer no risco de futura dificuldade de negociar a ação³³⁷.

Em contrapartida, se o *bid-ask spread* for amplo (ou seja, se a ação for ilíquida) o preço tende a ser menor, sendo necessário atrair investidores avessos ao risco, que não estão dispostos a pagar muito por aquela ação. Além disso, espera-se que o retorno seja maior, para

335 INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Objectives and principles of securities regulation**. 2017, p. 3. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>. Acesso em 25 de abril de 2023.

336 “Os primeiros estudos sobre liquidez são atribuídos a Keynes com o conceito da velocidade da circulação do dinheiro no seu livro *A Treatise on Money* (1930). Porém, a busca pelo entendimento entre a relação de liquidez e retorno é mais recente, começando a ser explorada de modo mais contundente com o trabalho de Amihud e Mendelson (1986), ao analisar as ações da NYSE (New York Stock Exchange) entre 1961 e 1980 e concluir que a relação entre a expectativa de retorno e a liquidez definida pelo spread entre bid-ask é uma função crescente e côncava.”. CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 11.

337 AMIHUUD, Yakov; MENDELSON, Haim. **Liquidity and stock returns**. Financial Analysts Journal. Maio/Junho, 1986, p. 43-48.

compensar os futuros custos que serão incorridos pelo investidor ao tentar negociar a ação de menor liquidez. A tabela abaixo resume esta relação:

Tabela 2: resumo da relação entre bid-ask spread, preço e retorno em mercados desenvolvidos

| | Ação 2 (mais líquida) | Ação 1 (menos líquida) |
|-----------------------|---|---|
| Bid-ask spread | Menor | Maior |
| Preço | Maior (investidor disposto a pagar mais) | Menor (para atrair o investidor) |
| Retorno | Menor (a negociação desta ação no futuro exigirá menos custos adicionais) | Maior (para compensar os custos da iliquidez no futuro) |

A relação demonstrada acima entre liquidez, preço e retorno foi estudada por outros pesquisadores em mercados desenvolvidos, que confirmaram os achados de Amihud e Mendelson. Porém, com relação aos mercados emergentes, como o Brasil, os resultados são divergentes. Não há um consenso acerca da relação entre liquidez, preço e retorno, inclusive quando são testadas outras medidas além do *bid-ask spread*³³⁸.

338 “Após este artigo, diversos trabalhos testaram outros períodos de amostra, outras classes de ativos e outros indicadores de liquidez em mercados desenvolvidos, obtendo resultados semelhantes, como é o caso de Holmstrom e Tirole (2001), Acharya e Pedersen (2005), Liu (2006) e Fang et al. (2009). **Porém, os resultados obtidos em mercados emergentes têm-se mostrado divergente entre si, pois apesar de haver um consenso de que a liquidez é estatisticamente significativa no retorno, alguns trabalhos concordam com a relação crescente do prêmio adicional pela falta de liquidez, como Bruni e Famá (2008) e Machado e Medeiros (2012), e outros não encontram esta relação de forma tão clara, por exemplo, Jun, Marathe e Shawky (2003), Vieira et al. (2007) e Correia e Amaral (2008).**” (destacou-se). CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro.** Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 11.

Por exemplo, o estudo conduzido por Márcio Machado e Otávio Medeiros, em 2010, examinou as seguintes variáveis como medidas de liquidez: volume negociado, negociabilidade, quantidade de negócios e *turnover* padronizado. Naquela ocasião, concluiu-se que as hipóteses de que há um prêmio de liquidez no mercado brasileiro, bem como de que a liquidez é precificada e explica parte da variação do retorno das ações, não podem ser rejeitadas³³⁹.

A dissertação de mestrado de Marco Modotte Chiara, em 2014, utilizou como proxies o *spread*, *turnover*, número de negócios e volume financeiro negociado. A pesquisa indica que, das quatro variáveis, as três primeiras demonstram a existência de um prêmio de liquidez, porém a quarta não confirma esse achado, sendo positivamente correlacionada ao retorno. Além disso:

“[...] ao calcular-se o alfa de cada carteira não foi observado estatisticamente seu aumento ao diminuir a liquidez da carteira, contrariando parte da literatura atual e o resultado inicialmente esperado. [...] O trabalho não encontrou uma função crescente entre retorno e liquidez, contrariando a literatura de mercados desenvolvidos e alguns estudos no mercado brasileiro. Porém, corrobora para alguns trabalhos sobre o mercado local e em países emergentes que também não observaram esta função crescente.” (destacou-se)³⁴⁰.

Essa divergência acerca dos possíveis efeitos da liquidez traz inseguranças ao investidor acerca dos possíveis resultados de sua decisão de investimento. A sensibilidade do tema reforça a importância de um olhar regulatório sobre ele, mas questiona-se: em que medida há uma relação entre liquidez e regulação?

339 MACHADO, Márcio A. V.; MEDEIROS, Otávio R. de. **Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro.** Revista Brasileira de Finanças, vol. 9, nº 3, Setembro de 2011, p. 382-412.

340 CHIARA, Marco M. **Prêmio de liquidez de ações: um estudo para o mercado brasileiro.** Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014, p. 49-50.

4. INTERAÇÃO ENTRE A LIQUIDEZ E A REGULAÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO DE AÇÕES

Do ponto de vista da regulação, os seus objetivos, em maior ou menor medida, têm relação com os níveis de liquidez de um mercado. Do lado da liquidez, os fatores que a influenciam em um mercado emergente podem ser tangenciados pela regulação.

A International Organization of Securities Commission (IOSCO) – organização que congrega reguladores ao redor do mundo visando a promover uma agenda regulatória global – estabelece que a regulação tem três objetivos principais: (i) a proteção de investidores; (ii) a manutenção de um mercado justo, eficiente e transparente; e (iii) a redução do risco sistêmico.

A Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, estabelece no artigo 4º as atribuições da CVM, enquanto regulador brasileiro. Dentre as atribuições, também constam a proteção de investidores (inciso IV), o funcionamento eficiente, justo e transparente do mercado (incisos II, III, VI e VII)³⁴¹.

A transparência (divulgação obrigatória de informações claras, verídicas e objetivas), é o pano de fundo da discussão sobre eficiência do mercado. Isso porque, entende-se que o mercado é eficiente quando os preços praticados refletem as informações disponíveis. Sem transparência (na ausência de informações ou com informações incorretas), a formação de preços é prejudicada, o que tende a aumentar o *bid-ask spread*. Como vimos acima, se adotarmos o *bid-ask spread* como métrica, quanto maior ele for, menos líquido o mercado³⁴².

341 O risco sistêmico não é literalmente abordado pela norma, mas pode ser entendido como premissa, condição prévia a ser buscada e mantida, no exercício das atribuições do regulador.

342 “*The two main determinants of market efficiency are share price accuracy and financial liquidity. More accurate share prices and more liquid trading enhance the efficiency of financial markets.*”(destacou-se). GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. **The essential role of securities regulation**. Duke Law Journal, v. 55, 2006, p. 714. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Disponível em 04 de maio de 2023.

Há um aumento potencial do *bid-ask spread* porque investidores passam a ter uma desconfiança em relação ao nível de conhecimento da contraparte acerca do preço da ação. Se o vendedor supõe que o comprador tem informações privilegiadas (não divulgadas) acerca da companhia emissora, ele tende a alterar o preço da ordem de venda, para mais ou para menos, visando a evitar um potencial prejuízo de estar supostamente menos informado³⁴³.

Aqui é possível notar que a eficiência do mercado depende do nível de transparência praticado, que pode ser alterado/aprimorado pela regulação, por meio da elaboração de normas de *disclosure* obrigatório. Em tese, tais normas podem contribuir com a redução da assimetria informacional e, conseqüentemente, viabilizar um aumento de liquidez.

A proteção de investidores abrange diversos tipos normas, além do regime informacional, tais como: aquelas que proíbem práticas abusivas³⁴⁴ (ou seja, buscam um mercado justo), as que tratam do conflito de interesses entre o investidor e intermediários³⁴⁵, as que oferecem meios de ressarcimento de prejuízos³⁴⁶, entre outros.

343 ***“Why is informational efficiency desirable in terms of the functioning of the financial system? Informationally efficient markets stimulate liquidity.*** To see this, consider a market that is known not to be informationally efficient. In such a market, some parties will assume that their counterparty is buying/selling on the basis of superior information and thus would shade the price at which they will transact. (This is called ‘widening the bid-ask spread’.) Other parties would prefer to delay trading until they believe all relevant information has been incorporated into the price. **Both scenarios will reduce the number of parties willing to trade and consequently will impede liquidity.** Greater liquidity in turn helps to mobilize investors to participate in the market.” (destacou-se). ARMOUR, John et al. Principles of Financial Regulation. Oxford: Oxford University, 2016, p. 134-135.

344 Vide arts. 27-C, 27-D e 27-E, da Lei nº 6385/76, que tipifica os crimes de manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Vide também Resolução CVM nº 62/22, que proíbe o uso de práticas não equitativas e de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas.

345 Vide regras sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente previsto na Resolução CVM nº 30/2021.

346 Vide regras sobre o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, previsto nos artigos 124 e seguintes da Resolução CVM nº 135/2022.

Nesse contexto, a manutenção de um mercado justo e a proteção de investidores são objetivos da regulação que se relacionam com a liquidez porque resultam na atração de mais investidores ao mercado, em especial pessoas físicas³⁴⁷. Um maior número de investidores ativos pode indicar um maior volume de ordens de compra/venda, o que pode conduzir a níveis mais elevados de negociação.

Com relação ao último objetivo da regulação, a relação com a liquidez consiste em uma dinâmica simples, porém essencial: “*A liquid market in normal times may enhance the confidence of market participants in its functioning and contribute to its resiliency against stress or shocks, thus lowering the systemic risk*”³⁴⁸.

Do ponto de vista da liquidez, há alguns fatores que podem influenciar o seu crescimento em mercados emergentes, como: a ampliação da base de investidores (pessoas físicas e investidores internacionais), aumento da oferta de valores mobiliários e avanços em microestrutura do mercado, oferecendo ambientes mais propícios à negociação³⁴⁹.

Em maior ou menor medida, a regulação pode interagir com esses fatores ao, por exemplo, otimizar os procedimentos de investimento estrangeiro para atrair capital vindo do exterior, simplificar o processo de listagem e oferta de valores mobiliários pelas companhias, e

347 “*In addition to providing retail investors with the tools to understand the risks of investment, regulators and market operators also ensure the existence of relevant investor protection schemes. These include providing investors with accessible dispute resolution mechanisms, creating a fund to compensate investors who suffer financial loss due to misconduct by intermediaries (available as a last resort where the bank/broker is not able to ‘make good’ the client), and ensuring that investments targeting retail investors are presented in an understandable manner*” (destacou-se). WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 12. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

348 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 11-12. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

349 WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 37-38 Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

aprimorar as regras aplicáveis à microestrutura de mercado (como veremos na seção a seguir).

Por fim, também é necessário ter em mente que a regulação enfrenta alguns desafios. É importante que o ambiente no qual ela se insere seja favorável ao crescimento da liquidez³⁵⁰, bem como alinhada com o grau de desenvolvimento e particularidades daquele mercado emergente³⁵¹.

Assim, sendo possível visualizar que há uma relação entre liquidez e regulação, especialmente em mercados emergentes, agora nos cabe investigar como a regulação brasileira tem tratado do tema atualmente.

5. ANÁLISE DE INSTITUTOS QUE TRATAM DO TEMA, SOB A ÓTICA DA REGULAÇÃO DE MICROESTRUTURA DE MERCADO

De início, vale apontar que investidores diferentes tem necessidades diferentes quando se trata de liquidez. Investidores institucionais, que comumente são titulares de participações robustas em companhias abertas, precisam de suporte para negociar volumes significativos com o menor impacto possível no preço: daí surge a necessidade de criar ambientes/procedimentos específicos para negociar grandes lotes.

350 “[...] Secondly, in many cases, the success of the initiatives implemented by regulators was dependent on the overall domestic operating environment. Thirdly, responses suggested that instead of a dominant single factor, liquidity levels tend to be influenced by a combination of factors.[...]”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 10. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022

351 “However, it is importante to note there is no ‘one-size-fits-all’ solution. The effectiveness of any one lever will depend both on the dynamics of the particular market and on how well it is implemented. What worked in one country may not work in another. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 36. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-amp-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

Já investidores de varejo (pessoas físicas), têm preocupações diferentes, mas também precisam de suporte. Em especial para negociar a qualquer tempo, com menor dificuldade para encontrar uma contraparte: em resposta, surge o *Retail Liquidity Provider*.

Ambos os mecanismos serão trazidos nessa seção por destaques diferentes. A discussão recente sobre grandes lotes decorre da sugestão da CVM de ampliar a variedade de ambientes que podem realizar esse tipo de negociação. Já o RLP surgiu a partir de uma inovação trazida para o mercado brasileiro por um intermediário, para negociação de outros ativos, que posteriormente foi estruturada pela bolsa de valores e que hoje está sob período experimental para ações.

Para capturar essas particularidades, esta seção trará as dificuldades de negociar grandes lotes e o que motivou a proposta da CVM para, na sequência, destacar as *proxies* que o regulador elegeu para medir a liquidez no Brasil.

Na sequência, traremos o *Retail Liquidity Provider* e o processo gradual de inserção dele como um mecanismo de liquidez no mercado de ações.

5.1 GRANDES LOTES

Negociar um pequeno conjunto de ações é tarefa rotineira para diversos investidores. Porém, determinadas decisões de negócios exigem a movimentação de parcela significativa do volume diário de negociação. Operações com grandes lotes podem levar à uma distorção no preço, gerar assimetria de informações, entre outras complicações que precisam ser avaliadas sob uma lente regulatória.

De início, retomemos à noção de livro central de ofertas, mencionadas na seção 2 acima. Há, principalmente, duas formas de interagir com o livro: por meio de ordens limitadas e ordens à mercado. Enquanto as primeiras definem a quantidade e o preço desejados pelo investidor, as últimas especificam apenas a quantidade, sendo que o

preço de execução consistirá na soma dos preços das ordens existentes no livro, que alcancem a quantidade fixada pelo investidor.

Na prática, a principal diferença entre estas duas é a impossibilidade de garantir que a ordem limitada será executada, dado que ela depende da existência de uma ordem no sentido contrário que atenda ao seu critério de preço. Já a ordem à mercado é sempre executada imediatamente, independentemente do preço médio.

Pensando na dinâmica dos grandes lotes, a ordem será inicialmente executada no melhor preço (topo do livro), porém é comum que este preço não preencha a totalidade da quantidade de ações desejada pelo investidor. Assim, a ordem do grande lote seguirá sendo executada contra os demais preços, sequencialmente piores, até que seja alcançada a quantidade desejada.

A alternativa seria executar pequenas ordens limitadas, com o preço desejado e na quantidade que for disponível naquele pregão. O problema é que este “fatiamento” da ordem pode alongar o tempo de execução da operação e expor o investidor a preços possivelmente piores no futuro, enquanto não conseguir montar/desfazer a sua posição naquela ação.

Nesse contexto, é possível identificar dois pontos de atenção importante sobre o tema: o primeiro é que a negociação de um grande lote, por meio de uma ordem à mercado, pode levar a um aumento/queda temporário no preço do ativo, considerando que os melhores preços de compra/venda serão absorvidos pela ordem, restando apenas os preços seguintes para negociações posteriores ao grande lote³⁵². O segundo ponto é que a negociação por meio de ordens

352 FOUCAULT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: theory, evidence, and policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 25: “*The buy price rises with order size, because the buyer has to “walk up” the schedule of sell limit orders to fill his own buy order. Symmetrically, the sell price is decreasing with the size of the order, as the seller has to “walk down” the schedule of buy limit orders. Thus larger orders are associated with a greater difference between the average execution price for buy and sell market orders—the “weighted average bid-ask spread.” A market in which investors can trade large quantities without substantially moving the price—that is, where the weighted average bid-ask (p.21) spread does not increase much with trade size—is said to be “deep.” Therefore, market depth is inversely related to the weighted average spread for large trade size*”. (destacou-se).

limitadas sequenciais, pode acarretar ineficiências que também são desfavoráveis aos investidores.

Tanto a distorção artificial do preço quanto o fatiamento da ordem são indesejadas pelo mercado. Além disso, há quatro momentos que merecem atenção especial: a busca por uma contraparte, a divulgação da intenção de negociar, a fixação do preço e execução da ordem³⁵³.

No primeiro momento, quando o investidor decide negociar um grande lote, há um problema de demanda latente, dado que não é fácil encontrar um outro investidor que manifeste interesse em ser a contraparte da operação. A divulgação de qualquer informação sobre a intenção de negociar é sensível, o que dificulta a aproximação entre comprador/vendedor. Há um processo de busca e identificação de potenciais investidores a partir da exploração de contatos e da análise do histórico de operações dos participantes, o que é complexo e demorado de conduzir.

Na sequência, a escolha do momento exato de divulgar a intenção de negociar um grande lote (ou seja, o momento de inserção da ordem no livro) é importante, dado que pode incentivar *traders* a alterar a sua estratégia para obter vantagens a partir da oscilação do preço, decorrente da execução da ordem. Por exemplo: aqueles que querem negociar no mesmo sentido do grande lote (comprar ou vender) podem se adiantar para aproveitar o preço inicial, ao passo que aqueles que negociam em sentido oposto, podem adiar a colocação de ordens para obter preços melhores após o impacto da execução do grande lote no livro.

Além disso, a fixação do preço também é desafiadora por uma questão de assimetria informacional. Esta surge a partir da desconfiança de que o investidor que pretende negociar um grande lote tem informações privilegiadas acerca daquela ação, ou que novas negociações no mesmo sentido acontecerão no futuro. Essa impressão por parte dos demais investidores acaba influenciando um ajuste de

353 HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 323 e seguintes.

preço, que visa neutralizar a possível desvantagem que a contraparte suspeita ter em relação ao investidor inicial.

Por fim, o momento da execução da ordem também é crucial. O investidor deve escolher a velocidade com que a ordem será executada: mais rápida ou mais lentamente. A execução rápida evita riscos de alterações significativas no preço ao longo da operação, porém pode exigir o pagamento de um prêmio de liquidez. Em contrapartida, executar lentamente (fatiando a ordem) reduz o prêmio de liquidez, mas expõe a operação a um risco de mudança de preços³⁵⁴.

Em suma, as complicações inerentes à negociação de um grande lote exigem um olhar regulatório mais aprofundado, em especial para permitir que o mercado ofereça liquidez para realizar esse tipo de operação.

A principal norma que regulava a negociação de grandes lotes era a Instrução CVM nº 168. Ela estabelecia que as operações que representassem uma quantidade superior à média diária ou negociadas em preço sensivelmente diferente do preço médio (entre outras situações nela especificadas), seriam objeto de procedimento especial de negociação.

Em 2022, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Resolução nº 135, substituindo a Instrução nº 461, que regulava as entidades administradoras de mercado. Dentre as alterações propostas, a negociação de grandes lotes destacou-se como uma das mais discutidas.

Enquanto a Instrução CVM 461 era vigente, grandes lotes eram comumente negociados por meio de procedimentos especiais (leilão). Segundo a CVM, havia uma demanda do mercado por métodos mais eficientes do que os existentes, o que a motivou a revogação da regra

354 Vide relatório apresentado em anexo à manifestação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no âmbito da audiência SDM 09/2019: OXERA CONSULTING LLP. **Regulating Equity trading in Brazil: Analysis of CVM proposal for block trades and best execution.** Junho de 2020, p. 20 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 14 de dezembro de 2022.

que regulava leilões (Instrução CVM nº 168) e a elaboração de nova regra.

A partir de agora, grandes lotes de ações podem ser negociados em bolsa ou mercado de balcão organizado, em formato multilateral ou bilateral, sendo que, neste último caso, estaria dispensada a utilização de contraparte central (substituída por instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central). Também será possível, mediante solicitação justificada à CVM, reduzir a transparência da negociação e flexibilizar o processo de formação de preços³⁵⁵. A nova regra não vedou a negociação de grandes lotes via leilão, sendo possível também seguir com esse procedimento.

A proposta foi recebida pelo mercado com certo receio sobre os efeitos que as mudanças sugeridas poderiam gerar, em especial com relação à falta de definição acerca do conceito de grande lote e potencial drenagem da liquidez do livro central de ofertas.³⁵⁶ O mercado brasileiro tem algumas particularidades que dificultam a definição genérica deste tipo de operação.

Em especial porque o nível de concentração do nosso mercado é muito significativo. Conforme já destacado na introdução, estudos da área técnica da CVM concluíram que: “1% das posições formadas ou desfeitas representam mais de 75% de todo o volume direcional negociado em bolsa [...]”³⁵⁷. De acordo com a Oxera, em relatório apresentado no

355 Resolução CVM nº 135/2022, art. 95: “§ 6º Mediante pedido fundamentado da entidade administradora de mercado organizado, a CVM pode dispensar a observância de um ou mais requisitos previstos no caput do art. 77 e no inciso III do art. 119 nas operações com grandes lotes.”

356 A Audiência Pública contou com a manifestação de muitos participantes. Diversas outras preocupações foram destacadas, sendo que os principais pontos de atenção foram relacionados: (i) as possíveis dificuldades de conduzir estas negociações no mercado de balcão; (ii) a redução da transparência pré-negociação e a criação de *dark pools* no Brasil; (iii) a possibilidade de conduzir os processos de liquidação e compensação destas operações sem a utilização de uma contraparte central. Para mais detalhes, vide: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 80-102. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

357 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução**

contexto da audiência pública: “*trading activity in Brazil is concentrated in a small number of stocks—the top 20 stocks in terms of trading activity accounted for 50% of the total trading value in January 2020*”³⁵⁸.

Nesse contexto, criar uma métrica para definir o que seria um grande lote implica em um *trade-off*. Caso o valor mínimo de um grande lote seja muito baixo, um volume significativo de operações (e de liquidez, conseqüentemente) serão transferidas do ambiente de bolsa para um ambiente alternativo, implicando na chamada “drenagem do livro de ofertas”.

Em contrapartida, se o valor para caracterização de um grande lote for muito elevado, grande parte das operações seguirão sendo executadas em bolsa, reforçando as complicações que vimos acima.

Para solucionar essa questão, a CVM lançou uma audiência restrita, após a audiência pública, para discutir apenas a metodologia de definição dos grandes lotes. Após a análise das sugestões dos participantes, a área técnica da CVM (com posterior aprovação do Colegiado), estabeleceu que as ações negociadas no mercado brasileiro seriam listadas conforme a mediana no volume diário negociado e, a depender deste valor, alocadas em faixas de lotes mínimos.

Por exemplo, ações com volume diário acima de 1,5 bilhão de reais teriam como lote mínimo a negociação de 8,5 milhões de reais. Já ações com volume diário próximo a 5 milhões de reais, teriam como lote mínimo a negociação de 500 mil reais.

Além disso, ficou estabelecido que a CVM atualizará a lista das ações elegíveis à negociação em grandes lotes periodicamente (todo quadrimestre), mantendo monitoramento contínuo do livro de ofertas para verificar eventual impacto na qualidade do livro de ofertas ou no processo de formação de preços.

CVM ° 135/2022. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 16.

358 Vide relatório apresentado em anexo à manifestação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão no âmbito da audiência SDM 09/2019: OXERA CONSULTING LLP. **Regulating Equity trading in Brazil: Analysis of CVM proposal for block trades and best execution**. 2020, p. 15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em 14 de dezembro de 2022.

Para tanto, a CVM acompanhará os seguintes indicadores: (i) *spread* médio; (ii) profundidade do livro; (ii) média e mediana do volume diário negociado; (iv) custo de liquidez; (v) volume de negócios efetivamente migrado; e (vi) concentração no mercado de intermediação em volume financeiro e número de investidores³⁵⁹.

A partir da discussão sobre a negociação de grandes lotes é possível concluir que o regulador brasileiro elegeu *proxies* específicas para a avaliação da liquidez do mercado secundário de ações. Além disso, nota-se uma postura proativa do regulador, com a proposta de superar uma ineficiência por meio de novos mecanismos de infraestrutura de mercado, sem inviabilizar o meio anterior para os investidores preferam seguir nele.

Na data da elaboração deste texto, ainda não há como aferir concretamente os efeitos produzidos pela Resolução nº 135 em matéria de grandes lotes, o que pode ser objeto de pesquisas futuras sobre o tema.

5.2 RETAIL LIQUIDITY PROVIDER

O RLP é um mecanismo que permite que o intermediário de uma ordem (geralmente a corretora de valores mobiliários) seja a contraparte da negociação solicitada por um cliente de varejo, com prioridade de execução em relação às demais ofertas constantes no livro central de ofertas.

O preço pelo qual o ativo será comprado ou vendido é continuamente ajustado pelo sistema de negociação da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, sempre tendendo para o melhor preço de compra ou de venda disponível³⁶⁰. Ele é entendido como um provedor de liquidez

359 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022**. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022, p. 21.

360 Para mais informações acerca do funcionamento do RLP na prática, vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Negócios diretos intencionais e ofertas**

por facilitar a negociação de ativos, independentemente do apetite do restante do mercado naquele momento.

O mecanismo surgiu no mercado brasileiro por volta de 2016³⁶¹, quando foi oferecido pela XP Investimentos CCTVM S.A, para negociação de minicontratos futuros de dólar americano e índice Ibovespa³⁶².

Para os fins do nosso texto, chama a atenção o processo interativo, gradual e dialogado que caracteriza o RLP como mecanismo (ainda experimental) de oferecimento de liquidez. Vejamos uma breve descrição do que aconteceu até o momento.

Após consulta da B3 S.A. à CVM, constatou-se que *“a situação vigente, em que apenas um intermediário ou grupo utiliza os negócios diretos intencionais com a finalidade de interpor a carteira própria aos negócios dos clientes de varejo, não se mostrava ideal”*³⁶³. Assim, a CVM solicitou à B3 S.A. que apresentasse uma proposta de norma para o RLP, que deu origem à Consulta Pública, via Ofício Circular 050/2018-VOP, de 19/12/2018. O Relatório da Consulta Pública analisou posicionamentos contrários e a favor ao mecanismo e, a partir delas, foi sugerida uma minuta de norma da B3 S.A. pela CVM.

A minuta foi discutida e, em 2019, a CVM aprovou a adoção do mecanismo, em caráter temporário e experimental, pelo prazo de um ano, tendo como escopo inicial a negociação de minicontratos futuros de dólar americano e índice Ibovespa. Nesse período, seriam avaliados

RLP. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/negocios-diretos-intencionais-e-ofertas-rlp.pdf>. Acesso em 04 de maio de 2023.

361 Na época, o instituto levantou questionamentos, inclusive acerca das normas que regem a atuação dos intermediários (Resolução CVM nº 35/2021, antiga Instrução CVM nº 505/2011). Considerando o escopo do presente artigo, não entraremos nessas discussões especificamente.

362 GENARO, Alan; SAFFI, Pedro A. C., **Internalizando a internalização de ordens.** 2021, p. 15. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3986368>. Acesso em 04 de maio de 2023.

363 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

os efeitos do RLP em relação ao livro central de ofertas, os *spreads* e a formação de preços desses ativos.

Em 2020, a B3 S.A. solicitou a extensão do prazo com a ampliação do escopo dos testes à CVM, que aprovou o pedido. Naquela ocasião, a área técnica da CVM havia analisado os resultados do RLP no ano anterior e concluiu que:

*“(i) qualidade do mercado: manutenção de spreads baixos; aumento na liquidez no primeiro nível de preço; aumento no número de investidores que negociaram minicontratos de dólar americano e IBOVESPA e aumento na quantidade de contratos negociados; (ii) investidores: o mecanismo não afetou a dinâmica de ganhos e perdas em relação aos investidores; e (iii) intermediários: expressivo aumento de receitas para os intermediários e forte presença média diária no livro de ofertas”.*³⁶⁴

No ano seguinte, a Autarquia estendeu o prazo de teste por mais 12 (doze) meses, agora permitindo que ações (um grupo de 20, ao total) fossem negociadas via RLP, a partir de 31/01/2022³⁶⁵. Em 31/01/2023, o prazo foi estendido novamente até futura decisão da CVM sobre o tema³⁶⁶.

Conforme indicado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 9/19 (que também discutiu a questão dos grandes lotes, vista acima), a Autarquia avaliará, oportunamente, os resultados do período

364 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 15/12/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

365 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 07/12/2021**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

366 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Prorrogado prazo do programa experimental relacionado a ofertas RLP. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acesso em 4 de maio de 2023.

experimental do RLP e considerará eventual incorporação definitiva deste mecanismo na regulação do mercado brasileiro³⁶⁷.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente texto se destinou a explorar como a regulação brasileira tem abordado o tema da liquidez, a partir de algumas etapas.

A primeira foi relacionada ao conceito de liquidez e suas dimensões. Foi possível ilustrar como ela se comporta no livro central de ações e quais as formas mais comuns de mensurá-la. Na sequência, foi possível perceber que a liquidez é verificada de forma diferente a depender do mercado: nos estudos sobre mercados desenvolvidos parece haver um consenso acerca do efeito dela no preço e retorno das ações, porém em mercados emergentes os estudos são divergentes.

Dada a importância do tema para os investidores e a sensibilidade adicional decorrente da incerteza acerca do resultado da liquidez em mercados emergentes, nota-se que a regulação tem um papel de destaque. Seus objetivos são, em maior ou menor medida, relacionados com a liquidez, ao mesmo tempo em que as normas podem contribuir com fatores que a influenciam.

Por fim, foram abordadas as discussões sobre a negociação de grandes lotes de ações (no contexto da audiência pública CVM nº 09/2019) e sobre o RLP. Em comparação, estes são mecanismos de infraestrutura de mercado que buscam atender investidores com perfis diferentes e, de formas diferentes, buscam oferecer liquidez.

Chama a atenção como a discussão sobre grandes lotes surgiu a partir de uma iniciativa do regulador, que propôs meios alternativos de negociação, manteve os antigos e ainda fixou as *proxies* de aferição da liquidez – que serão utilizadas para monitorar a implementação da norma. Também se destaca o fato de que, o RLP, trazido por um

367 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 79. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

intermediário ao mercado brasileiro para a negociação de outros ativos, está no caminho de se tornar um mecanismo para negociação de ações – caso os resultados do período de testes sejam positivos.

Em ambos os casos, é possível notar que a regulação brasileira trata as discussões sobre a liquidez no mercado secundário de ações por meio de uma abordagem gradual e/ou experimental, aberta à implementação de novas iniciativas, com diálogos constantes entre o regulador, bolsa de valores e participantes do mercado.

Ainda não é possível concluir se os referidos mecanismos contribuem efetivamente para o desenvolvimento do mercado brasileiro, mas a forma como eles são tratados já indica o reconhecimento da importância da liquidez no nosso âmbito regulatório.

REFERÊNCIAS

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. **Liquidity and stock returns**. Financial Analysts Journal. Maio/Junho, 1986, p. 43-48.

ARMOUR, John et al. **Principles of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University, 2016, p. 134-135.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications**. Basel, 1999, p. 5. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs11.htm>>. Acesso em 04 de maio de 2023.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA E BALCÃO: **Book em um day trade**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/mercado-de-acoes/book-em-um-day-trade.htm. Acesso em 03 de março de 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do Colegiado de 21/05/2019**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/deciso-es/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

----- . **Decisão do Colegiado de 15/12/2020**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/deciso-es/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

----- . **Decisão do Colegiado de 07/12/2021**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/deciso-es/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html. Acesso em 4 de maio de 2023.

----- . **Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SMI: Metodologia para definição de Grandes Lotes de Negociação - artigo 95 da Resolução CVM nº 135/2022**. Rio de Janeiro: 2022. Disponível em: Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso-es/>

anexos/2022/20221004/2695_22.pdf>. Acesso em 15 de novembro de 2022.

----- . Prorrogado prazo do programa experimental relacionado a ofertas RLP. 2023. Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acesso em 4 de maio de 2023.

----- . **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 09/2019**. 2022, Rio de Janeiro, p. 80-102. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 4 de maio de 2023.

CUNHA, George A. S. P. **Prêmio de liquidez de ações brasileiras**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Economia Empresarial e Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2020, p. 15.

FOUCALT, Thierry; PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa. **Market Liquidity: Theory, Evidence and Policy**. New York: Oxford University Press, 2013, p. 24.

GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. **The essential role of securities regulation**. *Duke Law Journal*, v. 55, 2006, p. 714. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Disponível em 04 de maio de 2023.

HARRIS, Larry. **Trading and Exchanges: Market microstructure for practioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 394.

HASBROUCK, Joel. **Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading**. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 3.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee**. 2007, p. 6-8. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

----- **Objectives and principles of securities regulation**. 2007, p. 12. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 28 de dezembro de 2022.

MACHADO, Márcio A. V; MEDEIROS, Otávio R. de. **Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro**. Revista Brasileira de Finanças, vol. 9, nº 3, Setembro de 2011, p. 382-412.

MAGANIZE LUIZA S.A. **Formulário de referência: Fatores de risco**. Versão 11, datada de 26/04/2022, p. 38. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza.com.br/ListGroup/Download.aspx?Arquivo=/HRQE-Gbxzn85RmjV2IAk/A==&IdCanal=ZNblHtomXlPEN1ssTVaUhQ==>>. Acesso em 15 de outubro de 2022.

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. 60-61.

TANNOUS, Thiago Saddi. **Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 87-90.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES; OLIVER WYMAN. **Enhancing liquidity in emerging market exchanges**. 2016, p. 5. Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/liquidity-in-emerging-market-exchanges-wfe-am-p-ow-report.pdf>. Acesso em 02 de fevereiro de 2023.

