



Soluções para negociação de Grandes Lotes da B3

Análise do custo implícito de execução

As soluções para negociação de grandes lotes da B3 foram desenvolvidas para facilitar a negociação de volumes expressivos de ações, fundos de investimento imobiliário (FIIs), BDRs e Units, permitindo que investidores, fundos e empresas realizem transações de maneira eficiente e privada, sem impactar o livro central de ofertas.

A confiança e conhecimento dos investidores nas ferramentas têm crescido desde seu lançamento em novembro de 2023, refletindo no aumento do volume negociado: já são mais de R\$13 bilhões negociados até Outubro de 2025, versus R\$6,5 bilhões em todo o ano de 2024.

Saiba mais sobre as soluções

As ferramentas para negociação de grandes lotes da B3 incluem o Midpoint Order Book, o Book of Block Trade (BBT) e o Request for Quote (RFQ), cada uma com características específicas para atender diferentes necessidades de negociação. Essas ferramentas contam com regras de tamanho mínimo por ativo definido pelo regulador (começando por R\$500 mil para ativos que negociam menos de R\$5 milhões por dia) e tamanho máximo de até 1,99% do capital social do ativo.

O **Midpoint Order Book** permite que as transações sejam realizadas no ponto médio exato entre a melhor oferta de compra e venda, promovendo negociações a um preço justo e equilibrado. O **Book of Block Trade (BBT)** oferece maior flexibilidade ao permitir negociações com ágio ou deságio em relação ao preço do último negócio no livro central, sendo ideal para situações em que o volume é de tal magnitude que uma das partes está disposta a ceder no preço para garantir a execução. Por fim, o **Request for Quote (RFQ)** é voltado para ativos de menor liquidez, onde o investidor pode solicitar e receber cotações em um tempo determinado, facilitando a busca por liquidez em situações em que encontrar uma contraparte no livro central de ofertas seria uma espera longa e incerta.

Como principais benefícios das soluções, além de privacidade na negociação, mitigação do impacto nos preços praticados no livro central e maior flexibilidade, uma das principais vantagens é a possibilidade de **otimizar os custos implícitos de execução** ao executar uma operação significativa de uma só vez, em uma ferramenta apartada do livro central.

Neste relatório, exploraremos a relação entre o **TCA (Transaction Cost Analysis)** e as soluções de grandes lotes, com foco nos custos implícitos de execução. Enquanto os custos explícitos são facilmente mensuráveis e referem-se a cobranças explícitas, tais como taxa de corretagem e cobrança de emolumentos, os custos implícitos são estimáveis, e não

mensuráveis, pois não são reflexo de um dispêndio financeiro, e sim de perda de valor incorrida durante uma transação. Os principais componentes do custo implícito incluem o spread, o impacto no mercado e o atraso, que são afetados pela forma como a execução é fragmentada ao longo do tempo, incorporando também o risco de variação de preço do ativo.

Antes da introdução das soluções para negociação de grandes lotes, era comum que investidores no mercado brasileiro fragmentassem operações grandes em várias menores, a fim de mitigar o impacto no livro central e proteger a confidencialidade da operação. Essa prática, no entanto, expõe os investidores à volatilidade dos preços durante o período de execução, afetando o custo implícito de execução e não garantindo a execução total do lote pretendido. Agora, com as soluções de grandes lotes, os investidores podem executar operações expressivas de uma só vez, mantendo referência ao preço praticado no momento da oferta e de forma apartada do livro central, o que pode mitigar impactos de variação de preços durante a execução.

Para analisar os benefícios da negociação nas soluções de grandes lotes em relação à execução fragmentada, a B3 conduziu uma análise em duas etapas:

- 1)** Estimativa do custo implícito e tempo de execução de operações de grandes lotes de ações em operações fragmentadas no livro central.
- 2)** Comparação da negociação nas soluções de grandes lotes (Midpoint e BBT) com execuções de lotes similares no livro central através do custo implícito.

A seguir, apresentamos os detalhes dessa análise.

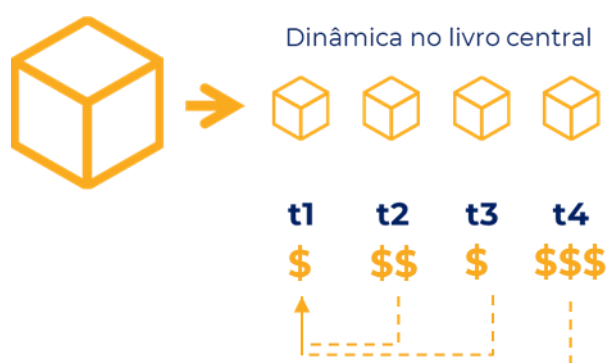
1. Estimativa do custo implícito e tempo de execução de operações de grandes lotes no livro central

O objetivo desta primeira etapa da análise foi estimar o custo implícito de execução relacionado a uma operação de grandes lotes no livro central de maneira fragmentada, considerando negócios realizados no livro central, no leilão de fechamento ou via ofertas diretas.

A metodologia mais comum de estimativa de custos implícitos de execução é o **slippage**, que consiste na comparação do preço da execução *versus* um benchmark de preço. Este benchmark normalmente é o preço vigente no início da execução, comumente utilizado por vendedores para simulações do cálculo do TCA.

Para analisar o *slippage* de operações de grandes lotes de ações fragmentadas no livro central, a B3 identificou, entre janeiro de 2024 e julho de 2025, operações que poderiam ser consideradas potenciais blocos. São operações realizadas por uma única instituição de forma direcional (ou seja, como compras ou vendas), para o mesmo ativo, ao longo de um período que pode abranger um único dia ou múltiplos dias subsequentes, até o fluxo ser finalizado. Todas as operações somadas, considerando-se negócios no livro central, no leilão de fechamento ou via ofertas diretas, precisavam atingir o tamanho mínimo para negociação de grandes lotes definido pelo regulador.

Abaixo, representa-se de forma visual este conceito, em que **um grande bloco é fragmentado em n blocos menores, cada qual executado em um momento específico e a um preço específico no livro central**.



Em seguida, para calcular o *slippage*, **comparou-se o preço de cada operação de um potencial bloco frente ao preço da primeira execução** (na figura acima, representado por t1), seguindo o benchmark mais comum e as melhores práticas de mercado. Dessa maneira, o cálculo do *slippage* por operação foi realizado da seguinte forma:

$$\text{Slippage|Effective Spread (bps)} = \frac{\text{Natureza} * \frac{(\text{Preço}_{\text{médio}} - \text{Preço}_{\text{inicial}}) * \text{Quantidade}}{\text{Volume}}}{10.000}$$

$$\text{Onde Natureza} = \begin{cases} 1 & \text{se Compra} \\ -1 & \text{se Venda} \end{cases}$$

A partir dessa metodologia, foram identificados cerca de 310 mil potenciais operações de blocos no livro central no período analisado. De modo a **entender o efeito do impacto do slippage para diferentes níveis de liquidez e tamanhos**, foi calculado o percentil 60 do slippage para os ativos de acordo com: (i) as faixas de liquidez para blocos disponibilizadas pelo regulador, conforme Tabela 1; e (ii) o tamanho da operação em termos de número de blocos, sendo 1 lote exatamente o tamanho mínimo das faixas.

Como pode ser observado na Tabela 1, o número de observações de potenciais blocos em algumas faixas é menor, como na faixa 8, dado que é menos comum encontrar operações muito grandes para ativos dessa faixa de liquidez.

FAIXA	MEDIANA DO VOLUME DIÁRIO NEGOCIADO (R\$)	LOTE MÍNIMO ("1 lote")	# operações de potenciais blocos no livro central
1	> R\$1,5 bilhão	R\$8,5M	0 (não há ativos nessa faixa hoje, dada a liquidez)
2	Entre R\$800M a R\$1,5B	R\$7M	22 mil
3	Entre R\$300M a R\$800M	R\$6M	44 mil
4	Entre R\$150M a R\$300M	R\$4M	55 mil
5	Entre R\$80M a R\$150M	R\$3M	54 mil
6	Entre R\$20M a R\$80M	R\$2M	85 mil
7	Entre R\$5M a R\$20M	R\$1M	34 mil
8	< R\$5M	R\$500 mil	20 mil

Tabela 1 – Faixas de liquidez para negociação nas soluções de grandes lotes, conforme definição pela CVM, e respectivo número de potenciais blocos no livro central

Para consultar os ativos que pertencem a cada faixa de liquidez da tabela 1, consulte o site da B3 em [Negociação de Grandes Lotes | B3](#).

Neste contexto, o gráfico 1 apresenta a análise do *slippage* em bps ("basis points") para cada faixa de liquidez e tamanhos diferentes, identificados por cores. Alguns casos são particularmente interessantes: por exemplo, na faixa 8, cujo lote mínimo é de R\$500 mil, negociar tamanhos superiores a 10 lotes resulta em um *slippage* menor do que negociar

apenas 1 lote. Essas distorções são refletidas no gráfico por conta do baixo número de observações em certos casos, o que pode dificultar conclusões definitivas.

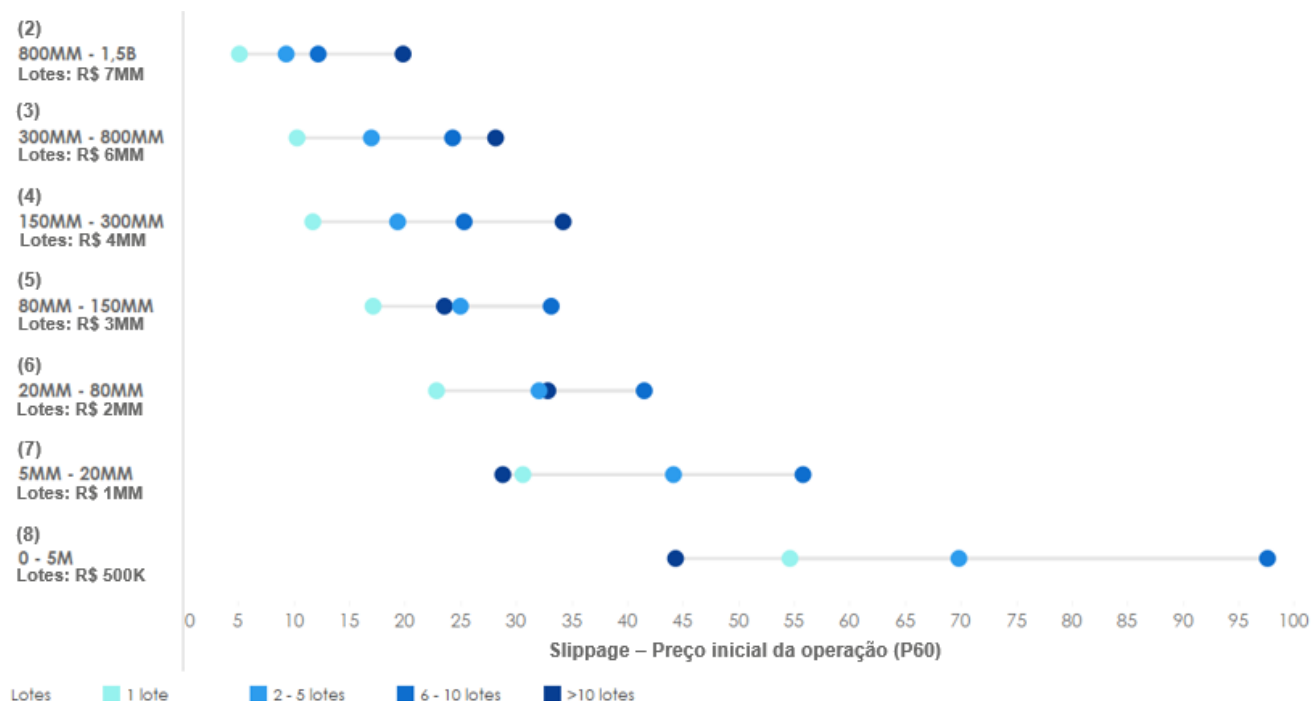


Gráfico 1 – Distribuição do custo implícito de execução (“slippage”) de operações de potenciais blocos no livro central de ofertas de acordo com tamanho e faixa de liquidez

De maneira geral, observa-se que **quanto menor a liquidez do ativo e maior o volume negociado em número de lotes, maior é o potencial custo implícito de execução da operação no livro central**. Isso ocorre porque a operação se torna mais suscetível à variação de preço do ativo no livro central, em ativos e/ou momentos em que há menor liquidez disponível.

Cabe comentar que a análise de *slippage* reflete a distribuição estatística das operações avaliadas. Há situações em que o *slippage* pode ser negativo, ou seja, favorável ao cliente (por exemplo, se durante a execução de uma operação de compra houve queda no preço do ativo). No entanto, ao avaliar um número representativo de operações, a distribuição revela medições de *slippage* positivas e representando custos significativos que, como pode ser observado, podem chegar a quase 100 bps para ativos da última faixa de liquidez.

Avaliando financeiramente, os custos podem chegar a milhares de reais por operação.

Considere, por exemplo, negociar 10 lotes de um ativo da faixa 3, cujo tamanho mínimo de blocos é R\$6 milhões - pela análise histórica, o custo implícito de execução chega a quase 30 bps, resultando em custo implícito estimado em R\$180 mil.

Também é interessante observar o **tempo dispendido para execução dessas operações no livro central**. O gráfico 2 mostra a variação no tempo de execução, em horas, de acordo

com as faixas de liquidez e tamanhos das operações, seguindo a mesma abordagem do gráfico 1. Considerando-se todas as faixas de liquidez e tamanhos, as operações levaram, em média, 6,6 horas para serem executadas no livro central.

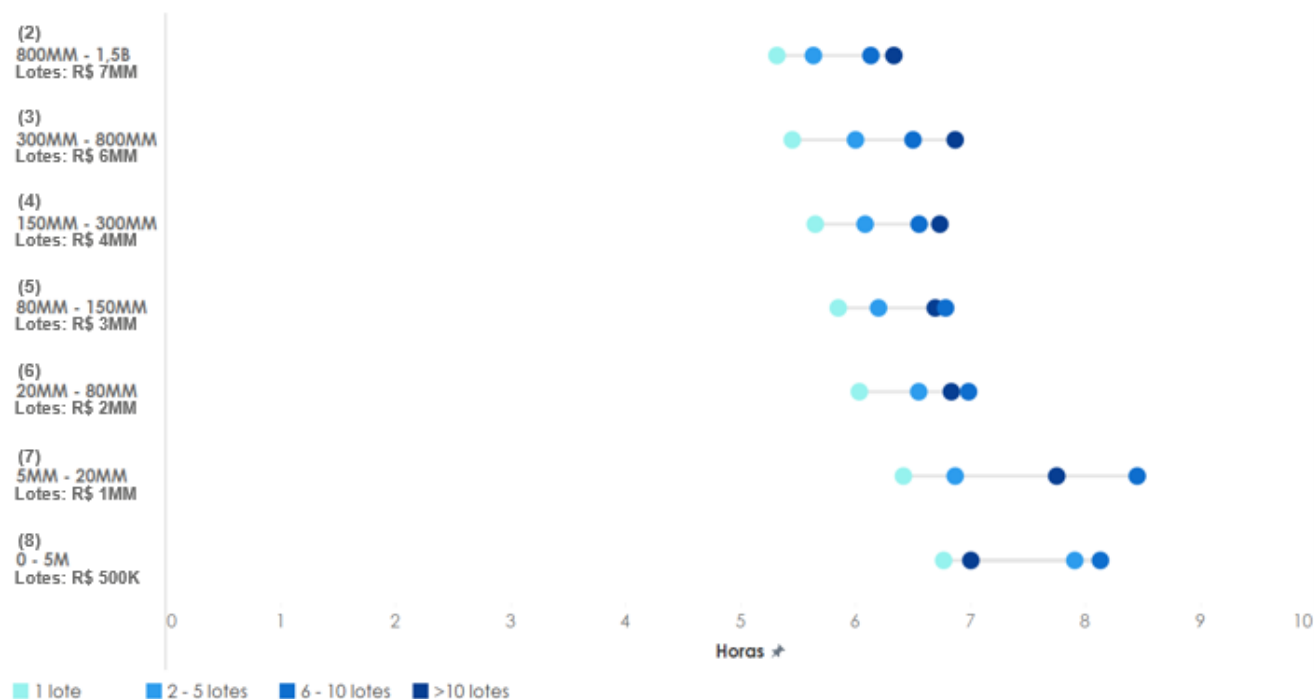


Gráfico 2 – Distribuição do tempo de execução em horas de operações de potenciais blocos no livro central de ofertas de acordo com tamanho e faixa de liquidez

2. Comparação com custo implícito de execução das soluções de grandes lotes apartadas do livro central (Midpoint e BBT)

A análise do custo implícito de execução de uma operação de grande lote no livro central pode ser comparada à execução da mesma operação nas soluções de grandes lotes da B3, que são realizadas de forma apartada do livro central.

Em relação ao Midpoint, o custo implícito de execução, ou *slippage*, é sempre zero, uma vez que o cliente negocia no preço médio entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda do livro central no momento da execução. Por exemplo, se o melhor preço de compra é R\$20 e o de venda é R\$20,02, a execução no Midpoint seria de R\$20,01, permitindo que o cliente negocie a um preço melhor do que o do livro naquele instante.

Já o BBT pode apresentar ágio ou deságio em relação ao preço do último negócio realizado no livro central. **Seu custo implícito é obtido por meio do cálculo deste ágio/deságio.** A Tabela 2 mostra a comparação entre o custo implícito de execuções realizadas no BBT, e o custo implícito de operações que foram fragmentadas no livro central. Esta análise abrange três faixas de liquidez, representando ativos de alta, média e baixa liquidez.

Faixa de liquidez	Número de lotes das operações	Custo implícito de operações fragmentadas no livro central (bps)	Custo implícito no BBT (bps)
300MM – 800MM (Tamanho mínimo 1 lote: R\$6MM)	1 lote	10	22
	2-5 lotes	18	10
	6-10 lotes	26	33
	>10 lotes	30	9
20MM – 80MM (Tamanho mínimo 1 lote: R\$2MM)	1 lote	23	33
	2-5 lotes	32	20
	6-10 lotes	43	22
	>10 lotes	33	10
5MM – 20MM (Tamanho mínimo 1 lote: R\$1MM)	1 lote	31	27
	2-5 lotes	44	22
	6-10 lotes	56	26
	>10 lotes	29	90

Tabela 2 – Comparação entre o custo implícito de execução (“slippage”) de blocos fragmentados no livro central e operações no BBT

Observa-se que, mesmo diante da possível aplicação de ágio/deságio no BBT, **na maioria dos casos a execução resultou em um custo implícito menor que o observado no livro central**. Por exemplo, para uma negociação de 10 lotes em um ativo da faixa 3, que tem o mínimo de R\$6 milhões, o custo implícito de execução no livro central foi de aproximadamente 30 bps, enquanto a execução no BBT foi de apenas 9 bps, resultando em um benefício de 21 bps na operação.

Vale reiterar que, assim como no livro central, a análise de *slippage* no BBT também reflete a distribuição estatística das operações avaliadas. Como pode ser observado na Tabela 2, em alguns casos o BBT resultou em um custo implícito maior em relação ao livro central, no entanto, é importante considerar que o número de observações no BBT é menor.

Um ponto interessante a ser destacado é a mudança na dinâmica das ofertas do Midpoint após a retirada do envio de mensagens no canal de notícias em dezembro de 2024. Essa alteração resultou em um aumento no número de ofertas no Midpoint para ativos de baixa liquidez, o que sugere que os investidores podem utilizar o Midpoint com total privacidade, sem dar visibilidade ao mercado, e evitar custos implícitos elevados em ativos menos líquidos, que, como discutido, apresentam custos mais altos no livro central.

Além disso, uma análise da dinâmica das ofertas revela que o BBT é, em média, utilizado para negociar mais de 10 vezes o tamanho mínimo de blocos, enquanto o Midpoint é utilizado em transações que correspondem apenas a 1 bloco. Essa diferença se deve à flexibilidade de preços no BBT, ideal para grandes volumes, e à natureza equilibrada das negociações no Midpoint, que favorece transações menores e mais estáveis.

**

Em resumo, a disponibilização de soluções para negociação de grandes lotes pela B3 de maneira apartada do livro central representa um avanço significativo no mercado brasileiro de *equities*, demonstrando que, na maioria das situações, a **negociação no Midpoint e no BBT pode proporcionar benefícios substanciais aos investidores devido ao potencial menor custo implícito de execução** em comparação à fragmentação de operações no livro central.

As comparações entre o livro central e as soluções apartadas, como o Midpoint e o BBT, evidenciam que essas ferramentas não apenas possibilitam maior privacidade e flexibilidade na negociação de grandes volumes, mas também podem resultar em custos implícitos de execução significativamente mais baixos, especialmente em contextos de baixa liquidez. Portanto, **a evolução do uso dessas ferramentas pode efetivamente transformar a dinâmica de negociação de grandes volumes no mercado brasileiro**, alinhando-se às melhores práticas globais, em que soluções como essas são utilizadas por investidores para garantir maior eficiência na negociação de grandes volumes.

Dúvidas sobre a solução de blocos? Acesse o site da B3. [Negociação de Grandes Lotes | B3](#)

$$[B]^3$$