

# INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS

---

Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR

AIR Parcial

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

Maio/2024



# SUMÁRIO

<b>I. SUMÁRIO EXECUTIVO .....</b>	<b>4</b>
<b>II. RESUMO SIMPLIFICADO.....</b>	<b>6</b>
<b>III. Problema Regulatório .....</b>	<b>30</b>
III.1. Contexto das discussões do problema regulatório .....	30
III.1.1 – Do mecanismo “client facilitation” .....	30
III.1.2 – Da sequência dos fatos.....	32
III.2. Problema regulatório .....	41
III.2.1 – Definições .....	41
III.2.2 – Seleção adversa.....	42
III.2.3 – Bens públicos .....	59
III.2.4 – Custos de transação .....	60
III.2.5 – Árvores de problema regulatório .....	62
<b>IV. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL .....</b>	<b>64</b>
IV.1. Principais instrumentos legais e regulatórios .....	64
IV.2. Ambientes de negociação permitidos.....	64
IV.3. Regime de transparência.....	70
IV.3.1 – Transparência pré-negociação.....	70
IV.3.2 – Transparência pós-negociação .....	70
IV.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações .....	71
IV.3.4 – Condições de acesso às informações .....	71
IV.3.5 – Informação divulgada .....	72
IV.4. Execução de ordens por internalizadores .....	73
IV.4.1 – Melhor execução .....	73
IV.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF).....	74
IV.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço .....	74
IV.4.4 – Prioridade de execução .....	75
IV.5. Liquidação de operações.....	76
IV.6. Comparativo de ambientes de negociação permitidos no Brasil .....	78
<b>V. PARTICIPANTES AFETADOS .....</b>	<b>81</b>
V.1. Comissão de Valores Mobiliários .....	81
V.2. Administradoras de mercados organizados.....	81
V.3. Depositárias centrais .....	81
V.4. Prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações (“clearings”) .....	82



V.5. Investidores.....	82
V.6. Intermediários .....	83
<b>VI. Benchmark internacional .....</b>	<b>85</b>
VI.1. EUA .....	85
VI.1.1. Principais instrumentos legais e regulatórios .....	85
VI.1.2. Ambientes de negociação permitidos.....	86
VI.1.3. Regime de transparência.....	88
VI.1.4. Execução de ordens por internalizadores.....	94
VI.1.5. Liquidação de operações.....	97
VI.1.6. Tendências recentes.....	98
VI.2. União Europeia .....	101
VI.2.1. Principais instrumentos legais e regulatórios .....	101
VI.2.2. Ambientes de negociação permitidos.....	102
VI.2.3. Regime de transparência.....	105
VI.2.4. Execução de ordens por internalizadores.....	115
VI.2.5. Liquidação de operações.....	117
VI.2.6. Tendências recentes.....	118
VI.3. Austrália .....	119
VI.3.1. Principais instrumentos legais e regulatórios .....	119
VI.3.2. Ambientes de negociação permitidos.....	120
VI.3.3. Regime de transparência.....	122
VI.3.4. Execução de ordens por internalizadores.....	125
VI.3.5. Liquidação de operações.....	126
VI.3.6. Tendências recentes.....	127
VI.4. Canadá.....	128
VI.4.1. Principais instrumentos legais e regulatórios .....	128
VI.4.2. Ambientes de negociação permitidos.....	130
VI.4.3. Regime de transparência.....	132
VI.4.4. Execução de ordens por internalizadores.....	135
VI.4.5. Liquidação de operações.....	137
VI.4.6. Tendências recentes.....	138
VI.5. Comparativo internacional .....	138
<b>VII. Conclusões parciais .....</b>	<b>145</b>
<b>VIII. Bibliografia .....</b>	<b>147</b>



## I. SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente trabalho consiste num Relatório Parcial de AIR acerca do tema “internalização de ordens”, desenvolvido em etapas conforme o Decreto 10.411/20. Sendo assim, o Relatório não consiste em versão final, contendo recomendação de alternativa regulatória.

O presente trabalho foi dividido em sete etapas, incluso este Sumário Executivo como a primeira. A segunda etapa consiste num resumo simplificado das demais seções, uma vez que a complexidade do assunto pode tornar necessária uma versão sintetizada dos principais pontos do estudo para leitores com menor tempo hábil.

A terceira etapa consiste na análise do problema regulatório, conforme exigido pelo inciso II do Art. 6º do Decreto. Ali, duas subseções foram incluídas: uma contextualizando e fornecendo uma linha do tempo da discussão regulatória acerca do tema e outra subseção dedicada a análise técnica do problema regulatório de fato.

Sobre esse ponto, destaca-se a constatação de três problemas regulatórios que influenciam a discussão da temática: i) seleção adversa; ii) bens públicos e; iii) custos de transação, sempre havendo possibilidade de falha regulatória na mitigação de ambos. Além disso, frisa-se que a mera fragmentação de liquidez em ambientes de negociação do mesmo tipo não consiste num problema regulatório *per se*, inclusive permitida pelo arcabouço regulatório atual.

A quarta etapa do estudo consiste na análise da fundamentação legal do tema, conforme exigido pelo inciso IV do Art. 6º do Decreto, ao passo que a quinta etapa efetua mapeamento dos participantes afetados, conforme exigido pelo inciso III do Art. 6º do Decreto.

Tal análise toma algum grau de complexidade devido a necessidade de abordar diversos tópicos que perpassam as infraestruturas de negociação e pós-negociação do mercado de capitais brasileiro. Além de questões específicas a cada órgão, identifica-se participantes afetados regulados tanto pela CVM quanto pelo Banco Central do Brasil, bem como instrumentos legais e normativos que afetam ambos.

A sexta etapa do trabalho corresponde a um mapeamento da experiência internacional quanto às medidas adotadas para a resolução do problema regulatório identificado, item mandatário conforme inciso IX do Art. 6º do Decreto. Foram abordadas as seguintes jurisdições: i) EUA; ii) UE; iii) Austrália e; iv) Canadá. Tais jurisdições foram escolhidas ou por serem referência em termos de tamanho e inovação nos mercados de capitais, ou por serem jurisdições que podem ser consideradas pares econômicos do Brasil em diversos aspectos.

Por fim, na sétima e última etapa, são tecidas algumas conclusões parciais, bem como são expostos alguns desafios a serem percorridos para a conclusão final do



relatório, preferencialmente via tomada pública de subsídios, faculdade prevista no Art. 8º do Decreto.



## II. RESUMO SIMPLIFICADO

### II.1 – Problema Regulatório

#### II.1.1 – Contexto das discussões em âmbito regulatório

A seção conta com uma análise cronológica pormenorizada do histórico das discussões regulatórias que envolvem internalização de ordens na CVM, prática sempre vedada pela regulação brasileira.

Em linhas gerais, a discussão que já havia sido iniciada em 2007, através da Audiência Pública SDM 06/07, foi potencializada a partir de 2015 com o caso do produto “client-facilitation” do Grupo XP Investimentos, o qual distorceu a possibilidade legítima de inserção de negócios diretos intencionais em livro de ordens para praticar internalização de ordens de maneira sistemática.

Após o Termo de Compromisso do grupo com a autorreguladora BSM em 2016, com base em descumprimento de normativos relacionados à melhor execução de ordens de clientes, a discussão acerca de internalização de ordens tomou um rumo de experimentação controlada, culminando na aprovação do Colegiado da CVM da chamada oferta Retail Liquidity Provider (RLP), fornecida pela administradora de mercados organizados Bolsa Brasil Balcão S.A (B3) como um procedimento específico de negociação em ambiente de mercado organizado de bolsa.

Os detalhes regulatórios e operacionais do RLP serão abordados ao longo desta AIR. Contudo, sublinha-se que a discussão regulatória acerca de internalização seguiu concomitante às seguidas prorrogações dos experimentos temporários com a oferta RLP no mercado de minicontratos derivativos (e posteriormente no mercado de ações).

Ademais, a prática de internalização de ordens fora dos procedimentos específicos de negociação em mercado organizado aprovados pela CVM remanesceu vedada mesmo após a Audiência Pública SDM 09/2019, a qual culminou na atual Resolução CVM 135, e assim permanece desde então.

#### II.1.2 – Problema regulatório

##### II.1.2.1 – Definições

A análise do problema regulatório em tela não poderia ser feita sem o estabelecimento de algumas definições e premissas chave, as quais permearão o documento, com o objetivo de evitar discussões meramente semânticas.

A definição mais importante, sem dúvidas, é a do próprio conceito de internalização de ordens. Com embasamento na discussão promovida por reguladores, regulados e acadêmicos, pode-se definir com alguma segurança, para os propósitos desta análise, internalização de ordens como **a interposição, por parte de um**



**intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços.**

Ressalta-se que tal definição é genérica o suficiente para compreender diversos tipos de atuação internalizadora. Conforme veremos, existem mecanismos de internalização de ordens que utilizam mercados de bolsa autorregulados e transparentes, enquanto outros atuam de forma opaca e em ambientes alternativos.

Além disso, não necessariamente a internalização de ordens implica em fragmentação de liquidez em mais de um ambiente de negociação, ainda que consista numa modalidade de negociação distinta nos ambientes tradicionais estabelecidos. Por fim, este relatório não considera a fragmentação de liquidez em mais de um ambiente de negociação do mesmo tipo como um problema regulatório per se.

### *II.1.2.2 – Seleção adversa*

Conforme literatura clássica, num mercado de agentes heterogêneos, é racional considerar uma probabilidade maior que zero de encontrar uma contraparte mais bem informada numa negociação. No jargão, fala-se que há probabilidade de seleção adversa.

Por sua vez, o risco de negócio com uma contraparte mais bem informada consiste numa maior probabilidade de impacto adverso nos preços futuros. Um dos possíveis mecanismos de defesa contra essa situação é aplicar um “desconto” nas ofertas de compra e venda para um ativo. Em outras palavras, há uma abertura de “spread” em relação a uma situação em que há baixa probabilidade esperada de encontrar uma contraparte mais bem informada.

No âmbito do mercado de valores mobiliários, é notória a identificação de perfis distintos dentre aqueles que negociam nos mercados secundários. Um perfil clássico é o chamado “investidor de varejo”. Outro perfil clássico é o dos investidores “institucionais”, normalmente mais profissionalizados, sofisticados e informados acerca dos ativos.

Com a interação entre tais perfis num ambiente de negociação, deduz-se que a abertura de spread será menor do que a abertura de spread num ambiente sem interação. Em outras palavras, conclui-se que em ambientes segregados por perfil, haverá maior abertura relativa de spread no ambiente com maior probabilidade de encontrar contrapartes mais bem informadas (ambiente “institucional”).

Sendo assim, nota-se que na ausência de regulamentação contrária, do ponto de vista de um intermediário “dealer”, é teoricamente interessante segmentar perfis de ordens e internalizar apenas aquelas do perfil “varejo”, onde há menor chance de seleção adversa, movimento esse que **em tese** também seria benéfico ao investidor de varejo.



No entanto, há de se notar a emergência de uma possível externalidade negativa: o consequente esvaziamento de liquidez dos ambientes onde há prevalência do perfil “institucional”, ali resultando em métricas de liquidez deterioradas. Associada à externalidade mencionada, há ainda a frequente alegação de uma deterioração na qualidade do processo de formação de preços com o aumento da internalização.

Existe uma literatura empírica compreensiva acerca da mensuração dos impactos da seleção adversa introduzida pela internalização de ordens, enquanto estratégia de segmentação. Elas diferem em diversos aspectos, como jurisdições e métricas analisadas, fontes de dados e metodologia utilizadas, além de conclusões. Este relatório consultou relatórios diversificados, incluindo trabalhos realizados por reguladores, acadêmicos e contribuições de participantes de mercado.

Como uma sumarização das conclusões obtidas, podemos citar:

- Há um consenso no sentido de que mercados sem transparência pré-negociação possuem contribuição marginal ou nula para o processo global de formação de preços.
- Restrições de “tick-size” são relevantes no direcionamento do fluxo para determinados tipos de ambiente, caso haja possibilidade de arbitragem.
- A análise de métricas baseadas em spreads tendem a considerar que a segmentação de perfil de fluxo ocorre na prática.
  - Perfis de varejo costumam obter spreads menores em situações com internalização, e passam a obter spreads maiores em situações com restrições.
  - Existem estudos empíricos que mensuram relações benígnas ou de complementariedade entre negociação opaca ou internalizada e negociação visível, considerando ainda a possibilidade de diferenciação de perfis de negociação demandados.
  - No entanto, a maioria dos estudos considera que há alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar.



### ***II.1.2.3 – Bens públicos***

O problema do “carona” ocorre quando um ou mais agentes são capazes de obter benefícios econômicos de um ativo sem internalizarem plenamente os custos associados. Tal problema encontra-se dentro da seara da existência e fornecimento de “bens públicos”. No contexto de internalização de ordens, é necessário considerar que as entidades internalizadoras de ordens necessitam de um sistema de preços subjacente, o qual utilizam como parâmetro para oferecer e realizar negócios a cotações alternativas.

Considerando que a regulamentação normalmente condiciona e garante o acesso não discriminatório (ainda que pago) aos dados de precificação em tempo real, pode haver um desequilíbrio entre os preços cobrados pelos dados e o potencial valor a ser extraído através deles por entidades internalizadoras, incentivando as últimas a atuarem como “carona”.

As consequências desse problema regulatório são semelhantes ao problema da seleção adversa abordado acima: acabam sendo reduzidos os incentivos para investir na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços. O corolário seria uma redução generalizada na competição nessa seara. Por fim, em contrapartida, a externalidade negativa no primeiro tipo de ambiente acabaria por subsidiar a atividade das entidades internalizadoras, elevando os incentivos para atuar nesse outro âmbito.

### ***I.1.2.4 – Custos de transação***

A literatura seminal expõe custos de transação como um problema interdisciplinar entre economia, direito e teoria organizacional. Os mesmos podem ser relevantes na análise da competitividade de ambientes de negociação concorrentes, e uma regulação mal amparada nesse meandro pode ser causa de falha regulatória, favorecendo indevidamente um tipo de ambiente em relação a outro.

Operações internalizadas podem ser mais baratas da perspectiva de custos de transação aos investidores, tanto no momento da negociação como posteriormente, a depender do ordenamento jurídico e regulatório.

Dessa maneira, pode ser parte do processo competitivo mais generalizado o oferecimento de operações internalizadas por alguns participantes, uma vez que elas podem ser mais atrativas ao investidor da perspectiva operacional de custos de transação.



## **II.2 – Fundamentação legal**

### **II.2.1 - Principais instrumentos regulatórios**

A Lei nº 6.385/76 fornece o respaldo legal para a atuação regulatória da CVM no que tange os mercados regulamentados de valores mobiliários, atuação essa mais detalhada pela CVM através da Resolução CVM 135.

Intermediários de mercado (corretoras e distribuidoras de valores mobiliários) possuem certas competências de regulamentação divididas entre CVM (Resolução CVM 35) e Banco Central do Brasil (Resolução CMN nº 5.008/2022).

Tal divisão também é válida para entidades que efetuam o depósito centralizado de valores mobiliários com base na Lei nº 12.810/13, sendo que a CVM regulamenta o tema através da Resolução CVM 31 e o BCB, em seu turno, o faz com base em sua Resolução BCB nº 304 (a mesma que regulamenta os sistemas de liquidação de operações).

### **II.2.2 - Ambientes de negociação permitidos**

A Resolução CVM 135 distingue entre mercados regulamentados e mercados organizados. Mercados regulamentados incluem mercados organizados de bolsa e de balcão, além dos mercados de balcão não organizados.

Mercados organizados, correspondem a sistemas nos quais há um conjunto restrito de participantes admitidos, atuando via carteira própria (principal) ou na condição de intermediários dos investidores (agentes), intermediando negociações ou registrando operações previamente acordadas. Mercados organizados são operados por “entidades administradoras de mercado organizado de valores mobiliários”, sujeitas ao registro, autorização e cumprimento de requisitos normativos específicos da CVM.

Os mercados organizados de bolsa são aqueles que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários via sistema centralizado e multilateral de negociação ou via formadores de mercado com ofertas firmes.

Por sua vez, os mercados de balcão organizado possuem requisitos regulatórios menos onerosos e possibilitam: i) o registro de operações previamente organizadas; ou ii) negociações via sistemas centralizados e bilaterais de negociação, por contrapartes previamente habilitadas; ou iii) assim como os mercados de bolsa, interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou via formadores de mercado com ofertas firmes.

Como regra geral, é permitida a negociação simultânea de valores mobiliários em mais de uma categoria de mercado organizado de valores mobiliários. Entretanto,



exceto para negociações de grandes lotes, é vedada a negociação de ações e outros valores mobiliários representativos de ações de maneira simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado. Em complemento, é vedada a negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum ambiente, exceto num rol restrito de hipóteses.

Após a experiência do “client facilitation” do Grupo XP Investimentos, a CVM optou por permitir, em caráter experimental, negociações internalizadas no âmbito do “RLP”, circunscritas no âmbito de procedimentos específicos de negociação em mercado organizado de bolsa.

Por fim, ainda existem as negociações internalizadas no âmbito das ofertas diretas. No entanto, frisa-se que elas não foram concebidas para serem instrumentos de internalização sistemática por investidores de varejo.

### **II.2.3 – Condições para internalização**

A versão atual do RLP permite, além dos minicontratos futuros de Ibovespa e dólar, alvo do experimento inicial, negociações com um conjunto de ações no mercado à vista, estas divididas em um grupo de spread aberto e um grupo misto. Há previsão no Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (“MPO B3”) de um limite técnico para a utilização de tais operações, estes respectivamente de 15% da quantidade total de contratos e 30% do volume de varejo.

Os procedimentos de internalização via RLP alteram os parâmetros genéricos de prioridade, conforme permissão dos próprios artigos da Resolução CVM 135, que ressalvam procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento de administradora de mercados organizados aprovado pela CVM.

Uma oferta “RLP” de um intermediário possui prioridade de execução sobre as ofertas dos demais intermediários contra uma oferta agressora de um de seus clientes que seja investidor de varejo, porém não possui prioridade sobre ofertas de outros clientes do mesmo intermediário. Saldos não executados pela oferta “RLP” são automaticamente redirecionados para o livro central de ordens.

Na oferta RLP há necessidade de melhoria de preço por parte do intermediário, de ao menos um “tick-size” quando o spread for maior do que um “tick”. Já quando o spread for de apenas um “tick”, a negociação com derivativos deverá cruzar o spread, ou seja, ser realizada ao “bid” ou ao “ask”, sem melhoria de preço, ou então ser direcionada ao livro central. Em seu turno, nas negociações com ações, para os ativos do grupo de controle (spreads mistos), a negociação deve ser efetuada cruzando o spread, ao passo que para o grupo de spread aberto, a negociação deve ser enviada ao livro central.

Por fim, os investidores podem optar por participar ou deixar de participar do mecanismo RLP a qualquer momento.



#### **II.2.4 – Regime de transparência**

Como regra geral, a Resolução CVM 135 impõe a necessidade de transparência pré-negociação e pós-negociação nos mercados organizados. No entanto, a oferta RLP não é exibida no livro central de ofertas, ficando visível apenas para o intermediário ofertante. Nesse sentido, o RLP é uma modalidade de negociação internalizada sem transparência pré-negociação, havendo transparência pós-negociação apenas.

A regulação atual não prevê um consolidador de dados regulamentado, ficando a cargo dos agentes de mercado proverem padrões de consolidação e divulgação caso necessário. Logo, não há uma especificação de fluxo informacional, com participantes específicos responsáveis por envio, consolidação e divulgação.

Vale ressaltar que atualmente, para o mercado organizado de bolsa, só há uma administradora de mercado organizados com registro ativo, a Brasil Bolsa Balcão S.A, e ela já atua como fornecedora de dados de pré-negociação e pós-negociação.

#### **II.2.5 – Execução de ordens por internalizadores**

A CVM, ao propor em regra as diretrizes para a melhor execução de ordens, não restringiu seus critérios unicamente a busca pela oferta de melhor preço. É determinado que o intermediário, ao receber uma ordem, deve adotar todas as medidas suficientes a fim de obter a melhor execução para seu cliente.

Entretanto, vale ressaltar que em se tratando de investidor não qualificado, há regulamentação específica e, deve ser considerado neste caso o desembolso total pela operação, o que inclui a despesa pela parte do investidor. Ou seja, há uma distinção entre as diretrizes em geral e as diretrizes para investidores de varejo, sendo que no caso específico a CVM se aproxima mais do modelo norte-americano do que do europeu.

No Brasil, não é vedada a remuneração paga por um intermediário a outro no contexto de repasse de fluxo de ordens, conhecida no exterior como “payment for order flow” ou “PFOF”. No que tange as ofertas RLP especificamente, o “MPO B3”, dispõe que os intermediários podem permitir que outro participante atue como contraparte consolidadora de seus respectivos fluxos agressores de ofertas de varejo, respeitadas todas as características das ofertas RLP.

Por fim, para além das informações padrão de transparência pós-negociação, o “MPO B3” obriga os intermediários participantes do RLP a publicar mensalmente em seu site, uma série de informações quantitativas acerca das operações RLP, inclusive dados sobre qualidade de execução e PFOF.

#### **II.2.6 – Liquidação**

A Resolução CVM 135 estipula que as operações realizadas em mercado de bolsa no Brasil (o que abarca o RLP) devem necessariamente ser compensadas e



liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central. O mesmo requisito existe para as operações de balcão que se assemelham tecnicamente a mercados de bolsa, ou seja, via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou via formadores de mercado com ofertas firmes.

Diferentemente de outros países analisados na seção X, que permitem o registro dos valores mobiliários nas centrais depositárias em contas ômbus de titularidade dos intermediários e custodiantes, no Brasil os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas, conforme Leis, algumas Resoluções CVM e uma Resolução BCB.

### II.3 – Participantes afetados

Com base na discussão acima, podemos mapear os seguintes participantes afetados: i) CVM; ii) administradoras de mercado organizado; iii) depositárias centrais; iv) prestadores de serviços de compensação e de liquidação (“clearings”); v) investidores; vi) intermediários.

Como conclusões e ressalvas de destaque, menciona-se:

- No que abarca o mercado organizado de bolsa, há apenas uma administradora registrada na CVM, e ela consiste numa estrutura verticalizada que também conta com uma depositária central e uma “clearing”, atualmente sem concorrência em ambas as frentes.
- Desde 2017 o mercado de intermediação passa por um movimento de concentração, via fusões e aquisições. Esse movimento acompanhou um expressivo aumento no número de investidores pessoa física: a média diária de investidores que negociaram em algum dos dez maiores conglomerados elevou-se quase dez vezes partindo de 2017.
- A “posição não balanceada” para cada intermediário, num determinado dia, para cada instrumento financeiro, equivale ao resultado líquido (compra menos venda) das quantidades negociadas por investidores de varejo no mercado à vista de ações, incluso fracionário, multiplicada pelo preço médio do dia. Em tese, um intermediário que possui interesse em segmentar e internalizar fluxo de varejo, buscaria minimizar tal posição em relação ao volume financeiro total intermediado por ele.
- Há uma proeminência de um conglomerado líder (em termos de volume financeiro e de média de investidores que negociaram) o qual encontra-se mais bem posicionado que o segundo colocado e que a média dos cinco e dez maiores conglomerados para aproveitar um eventual cenário de internalização, caso implementada em linha com jurisdições do exterior.



Além das vantagens nas métricas mencionadas, sua posição não balanceada tende a ser menor do que a dos competidores.

## II.4 – Benchmark Internacional

### II.4.1 – EUA

#### II.4.1.1 - Principais instrumentos regulatórios

O “Securities Act” de 1933 e o “Exchange Act” de 1934 correspondem às leis federais fundamentais para a compreensão do mercado de capitais estadunidense, definindo e regendo atuação da reguladora Securities and Exchange Commission (SEC) frente aos valores mobiliários (“securities”) e a atuação das bolsas.

No que tange a questão da internalização de ordens e infraestrutura de mercado estadunidense, é necessário adentrar o âmbito da regulação federal e comentar acerca da “Regulation NMS” (“Reg NMS”), introduzida pela SEC em 2005 e em processo relevante de revisão quando da elaboração deste documento. O arcabouço fornecido por ela é hoje composto por um conjunto de 16 regras, perpassando diversos tópicos referentes à estrutura dos mercados secundários estadunidenses.

Por fim, vale mencionar que nos EUA ainda existem regras complementares da entidade representativa de classe e autorreguladora legal FINRA, a qual mandatoriamente congrega os “broker-dealers” registrados na SEC.

#### II.4.1.2 - Ambientes de negociação permitidos

Estipula-se na “Rule 600” que há basicamente 5 (cinco) possibilidades de “trading centers” regulamentados para as chamadas “NMS stocks”:

- “National Exchanges” (Bolsas):

Consistem em entidades que operam ambientes de negociação de bolsa autorregulados, isto é, mercados “visíveis” tradicionais. Nos EUA, os mercados de bolsa caracterizam-se pela transparência pré-negociação, pela obrigatoriedade de livre acesso (“fair access”), e por serem entidades autorreguladas, cujo regulamento precisa ser sempre aprovado pela SEC.

- “Alternative Trading Systems” (ATS):

Nos EUA, os chamados ATS operam ambientes de negociação que se encaixam na definição formal de bolsa, mas que se valem de certas isenções regulatórias. Diferentemente dos mercados de bolsa, esta categoria **não** conta com autorregulação, nem com garantia de livre acesso aos serviços (“fair access”), nem transparência pré-negociação para uma “NMS stock” (exceto em situações em que há volume relevante de negociação).

- Formadores de mercado de bolsa:



Formadores de mercado clássicos (“exchange market-makers”), os quais atuam como “dealers”, fornecendo cotações firmes de compra e venda nos mercados em que atuam.

- Formadores de mercado de balcão (“dealers atacadistas” ou no jargão, “wholesalers”):

A Rule 600(b)(64) define os “wholesalers” como entidades que praticam a atividade de “dealer” para uma “NMS stock” fora dos mercados de bolsa, de maneira contínua ou regular. É nessa categoria de participantes que se concentra a maior parte da atividade de internalização dos EUA.

A atividade de internalização realizada pelos “wholesalers” não conta com transparência pré-negociação (ver adiante) nem requisitos de livre acesso aos serviços. São regulados pela SEC e pela FINRA no contexto de “broker-dealers”.

- Broker-dealers:

Trata-se de uma categoria residual composta pelos demais “broker-dealers” que internalizam ordens como principal ou agente.

#### ***II.4.1.3 – Condições para internalização***

Dentre as jurisdições analisadas neste documento, os EUA são a mais liberal em relação ao tema, o que se reflete no maior patamar atual de volume de internalização constatado. Os “broker-dealers” possuem amplo respaldo regulatório para internalizar operações, ainda que dentro do contexto de melhor execução (ver abaixo).

Nos EUA, a internalização pode ser realizada sem transparência pré-negociação e com melhoria de preço apenas simbólica (menor que um tick-size) em relação ao melhor preço consolidado do mercado nacional (“NBBO”). Os “broker-dealers” não precisam fornecer livre acesso aos seus serviços, nem informar aos clientes o local da execução da ordem.

#### ***II.4.1.4 – Regime de transparência***

Como regra geral, nos EUA há exigência de transparência pré-negociação para ofertas em mercado de bolsa e para os “broker-dealers” associados à FINRA, caso os últimos divulguem cotações públicas para suas negociações fora de mercado organizado.

No entanto, considerando que os “broker-dealers” (na condição de internalizadores e ATS) simplesmente optam por executar as ordens roteadas pelas corretoras de varejo a preços não publicamente divulgados, podemos dizer que **a despeito de existir obrigação de reportar aos consolidadores de dados cotações**



**eventualmente divulgadas, não há obrigação de divulgar cotações**, não havendo na prática transparência pré-negociação fora do mercado de bolsa.

Entretanto, a despeito do ponto acima, deve haver transparência pós-negociação imediata para todas as transações nos “trading centers”, devendo as bolsas e a FINRA (em função de seus “broker-dealers” associados) produzirem e executarem um “plano de reporte” (ver abaixo), a ser aprovado pela SEC e que contenha os detalhes técnicos pertinentes.

A questão da coleta e disseminação de informações de mercado nos EUA toma um caráter peculiar referente à formulação de um “national best bid and national best offer” (“NBBO”), unindo as informações de pré-negociação e pós-negociação dispersas devido ao mercado secundário altamente fragmentado.

Tal consolidação de informações se dá no contexto dos “national market system plans”, instrumentos contratuais formais utilizados pelos mercados de bolsa e pela FINRA para organizar conjuntamente a coleta e disseminação das informações, em conformidade com o Exchange Act e regulação federal. A “Rule 608”, por sua vez, fornece o arcabouço regulatório formal para a governança de tais planos, com a SEC possuindo poderes de aprovação sobre os planos, devendo inclusive levá-los a consulta pública ordinária.

Atualmente, existem três planos no mercado americano fornecendo as consolidações coloquialmente denominadas “fitas”, as quais agregam os ativos por bolsa de listagem primária. Cada plano possui o dever de contratar uma entidade definida em lei e regulação chamada “securities information processor” ou “SIP”, esta responsável por consolidar e disseminar as informações, além de produzir um “national best bid and national best offer” referente aos ativos da fita.

Já no que concerne negociações fora de bolsa, os SIP buscam as informações oriundas dos demais “broker-dealers”, os quais, via regras da FINRA, reportam a um “Trade Reporting Facility”, ou “TRF”. Nota-se que atualmente existem 3 (três) TRFs em operação no mercado americano, associados aos principais grupos de bolsa.

A produção e divulgação dos dados consolidados pelos SIP consiste num negócio regulado no contexto dos referidos planos. Dados em tempo real possuem acesso precificado com base no tipo de cliente dos SIP, ao passo que dados fornecidos após 15 minutos são gratuitos. Como instância de proteção aos consumidores dos dados, há a previsão da regra 603(a) de que a informação deve ser produzida e disseminada em termos razoáveis e não discriminatórios.

No que abarca o conteúdo das informações, a “Rule 600” já conta com um conceito atualizado de “consolidated market data”, este dividido em quatro pilares: i) “core data”; ii) dados de cunho regulatório; iii) dados administrativos; iv) dados de programas específicos de negociação; v) dados adicionais definidos no contexto



dos “national market plans”. Ressalta-se ainda que no âmbito dos “broker-dealers”, os quais enviam dados granulares aos TRF, há ainda a divulgação pela FINRA de informações de negociação em termos agregados.

Finalmente, há ainda um quarto plano, determinado pela “Rule 613”, unindo todas as bolsas e a FINRA em prol da criação de uma trilha de auditoria consolidada (“CAT”), capaz de unir todas as negociações e ordens, bem como seus respectivos status históricos. Esse plano e suas informações possuem objetivos puramente regulatórios e de supervisão.

#### ***II.4.1.5 – Execução de ordens por internalizadores***

Atualmente, a SEC não possui uma regra específica para melhor execução (ainda que tenha lançado uma consulta pública para uma proposta normativa acerca do assunto), ficando a cargo das regras da FINRA um arcabouço de proteção ao investidor.

A Regra 5310 discute sobre os requisitos de melhor execução, estabelecendo que em qualquer transação o “broker-dealer” (e seus associados) deve utilizar diligência razoável para determinar o melhor mercado para o ativo em questão e ali negociá-lo, de modo que o preço resultante para o cliente seja o mais favorável possível nas condições de mercado vigentes. Também associada ao contexto de melhor execução, a Regra FINRA 5320 versa acerca da proibição dos “broker-dealers” de negociarem antes das ordens do cliente.

Outro fator muito importante é a “Rule 611” da SEC, também chamada de “order protection rule”, a qual estabelece limites formais para a melhor execução. Isto é, a regulação obriga todos os “trading centers” a possuírem e executarem políticas de impedimento aos “trade-throughs” (negociações a preço pior que o “NBBO” fornecido pelos feeds consolidados - as chamadas cotações “protegidas”).

Ou seja, na prática estadunidense vigente, as cotações protegidas correspondem ao NBBO obtido via conjunto de ordens visíveis enviadas ao mercado de bolsa. O mercado visível de bolsa fornece então as cotações protegidas que limitam a execução de todos os “trading centers”, inclusive as negociações internalizadas.

Com o objetivo de promover visibilidade acerca da qualidade de execução de ordens num mercado de liquidez fragmentada, fornecendo subsídios para avaliação dos investidores e “broker-dealers” que recebem e redirecionam ordens, há a “Rule 605”. Tal regra comanda a disponibilização ao público pelos “broker-dealers” de um relatório mensal contendo informações estatísticas padronizadas acerca da qualidade de execução de ordens no mês imediatamente anterior.

Por fim, o pagamento por fluxo de ordens (“PFOF”) não é vedado nos EUA, consistindo num pilar essencial do modelo de negócio dos internalizadores atacadistas. Como estratégia de proteção ao investidor, a “Rule 606” exige de todos os “broker-dealers” informações trimestrais acerca de todas as ordens “não



direcionadas” que foram roteadas a outros pares, onde inclui-se informações de PFOF.

#### ***II.4.1.6 – Liquidação***

Em regime ordinário, as operações nos EUA são enviadas para compensação numa “clearing”, a “NSCC”, e liquidação numa CSD, a “DTC”. No que tange especificamente internalização, as regras da FINRA acerca das transações reportadas aos TRF estipulam que deve haver como padrão o uso de uma “clearing” para a liquidação das operações. No entanto, há permissão, caso haja acordo prévio entre as partes, para que haja liquidação fora de uma “clearing”.

Além disso, os EUA consistem numa jurisdição que permite o uso de contas ônibus para registros de custódia. Ou seja, é possível em termos técnicos e regulatórios que haja liquidação de operações internalizadas tanto sem uso de “clearing” como sem uso de CSD.

#### ***II.4.1.7 - Tendências recentes***

No que se refere a quantidade de ações negociadas no primeiro trimestre de 2022, praticamente 40% do volume estadunidense já é negociado fora do mercado de bolsa, sendo que a internalização corresponde basicamente a 30 pontos percentuais. A SEC ainda conclui com base nos relatórios da “Rule 606” e na CAT do mesmo período, que 87% das ordens enviadas a corretoras de varejo são roteadas a “wholesalers”, onde praticamente todo o fluxo é internalizado.

A persistente alta concentração de volume negociado nos “wholesalers” e outros ambientes fora de bolsa, denotando a ausência do investidor de varejo dos livros de ordens tradicionais em bolsa, fez com que a SEC propusesse numa AIR de 2022 uma sensível alteração restritiva acerca das normas que regem a internalização de ordens nos EUA: a proposta da “order competition rule”, a qual ainda não obteve desfecho normativo.

### **II.4.2 – União Europeia**

#### ***II.4.2.1 - Principais instrumentos regulatórios***

Após a introdução de alterações promovidas por uma revisão regulatória no regime fornecido pelo MIFID1, a União Europeia opera desde 2018 sob as regras do “Markets in Financial Instruments Directive” (“MIFID2”) + “European Markets in Financial Instruments Regulation” (“MIFIR”) + “Regulatory Technical Standards” (“RTS”) + outras regulações pertinentes em âmbito da UE.

Acrescenta-se aqui que dentre as jurisdições analisadas nesse documento, a regulação da UE é a mais prescritiva e complexa, havendo diversas condicionantes de dispensas regulatórias e valendo-se diversas vezes de parametrização técnica definida pelos reguladores.



### **II.4.2.2 – Ambientes de negociação permitidos**

A União Europeia conta com 5 possibilidades previstas em regulação para a negociação de ativos financeiros, sendo que um deles foi concebido para ser um ambiente dedicado em internalização de ordens (ainda que tecnicamente possa ocorrer internalização em outros ambientes):

A – “Trading Venues”:

- “Regulated Markets” (RM): mercados de bolsa tradicionais.
- “Multilateral Trading Facilities” (MTF): ambientes multilaterais de negociação operados por administradoras de mercado ou “investment firms”.
- “Organised Trading Facilities” (OTF): tais ambientes espelham requisitos dos MTF, com algumas restrições.

B - Systematic Internalizers” (SI):

Os SI foram concebidos para ser uma estrutura regulamentada para internalização de ordens, sendo registrados como “investment firms” e conduzindo operações bilaterais de balcão, de caráter “dealer”. Diferentemente dos “trading venues”, não há previsão de garantia de “fair access” para seus serviços. Para registrar-se como SI perante um regulador nacional, há basicamente dois caminhos:

i) Obrigatório: A Regulation 2017/565 fornece um conjunto de parâmetros operacionais para enquadrar obrigatoriamente uma entidade regulada como SI, no que se refere a cada ativo negociado por ela.

ii) Autodeclaração: Com base nas definições de SI previstas na MIFID2, os regulados podem fazer um “opt-in” ao regime de SI, através de comunicação à autoridade nacional, independente dos parâmetros operacionais obrigatórios.

C - Mercados de balcão (OTC):

Os mercados de balcão são obtidos como os ambientes regulamentados “residuais”. Aqui vale a pena explicitar o Artigo 23 da MIFIR que institui a chamada “share trading obligation” (“STO”), a qual estabelece que instrumentos “equity” ou equivalentes não podem negociar em “OTC” e “OTF”.

### **II.4.2.3 – Condições para internalização**

A internalização na UE conta com um veículo dedicado (SI), no qual intentou-se circunscrever a atividade, ainda que ela seja tecnicamente possível em outros veículos, em especial através da possibilidade de “broker-preferencing” em leilões periódicos de “MTF”.



A negociação de ativos fora de “trading venues” (o que inclui SI) deve estar prevista pela política de melhor execução do intermediário utilizado, bem como possuir consentimento a priori dos investidores.

O regime europeu foca muito na questão da transparência, estabelecendo como um default a necessidade de transparência pré-negociação e pós-negociação, havendo, entretanto, uma série de exceções possíveis.

As cotações públicas fornecidas pelos SI para os ativos negociados devem, como regra geral, refletir “condições de mercado do momento”, fornecidas de maneira regular e contínua ao longo do horário oficial de negociação, podendo ser atualizadas a qualquer momento.

Por fim, nota-se que os SI podem realizar melhoria de preço, sujeitos a cotações que reflitam o spread oferecido e o “tick-size” padrão dos “trading venues”.

#### ***II.4.2.4 – Regime de transparência***

O regime padrão de transparência dos “trading venues”, tanto de pré-negociação como de pós-negociação, é espelhado em grande medida pelos SI, sendo a obrigatoriedade de transparência o default. Entretanto, para permitir mecanismos opacos (“dark”) de negociação, referentes ou não a internalização de ordens, a UE encarregou às autoridades nacionais concederem suas dispensas regulatórias (“waivers”) aos requisitos de transparência, através dos Artigos 4 e 9 da MIFIR.

Para ambas as possibilidades de ambiente de negociação, a regulação tende a diferenciar as condições de transparência para “equities” (e equivalentes) dos demais ativos, bem como ativos considerados líquidos e ilíquidos.

A regulação da UE fornece até 5 (cinco) possibilidades para divulgação de informações:

- “Regulated Markets” (RM): os mercados de bolsa tradicionais podem ser utilizados para divulgação de informações.
- “Approved Publication Arrangement” (APA): participante regulado exclusivamente para fornecer serviços de divulgação de informações para SI.
- “Approved Reporting Mechanism” (ARM): participante regulado exclusivamente para fornecer serviços de divulgação de informações regulatórias (para ESMA e autoridades nacionais), prestando serviços apenas para “investment firms”.
- “Consolidated Tape Providers” (CTP): participante regulado autorizado a consolidar dados de pré-negociação e pós-negociação de “trading venues” e “APA”. No caso da UE, ainda que as “CTP” estejam previstas em norma,



ainda não há um “CTP” em operação, algo almejado na próxima reforma regulatória.

- Arranjos Proprietários: em determinadas ocasiões, um participante regulado pode usar meios proprietários para divulgação de dados.

Tanto para “trading venues” quanto para SI, as informações de pré-negociação exigidas consistem em dados de “bid”, “ask” e profundidade. A regulação permite que os SI divulguem as informações de pré-negociação por três vias: i) APAs; ii) por mecanismos dos mercados regulados nos quais o ativo esteja listado; iii) ou então por arranjos proprietários. Além disso, os SI devem tornar público em seus websites a forma pela qual realizam tal divulgação, esta obrigatoriamente “machine-readable”.

No que tange informações de pós-negociação dos SI, apenas APAs devem ser utilizados, sendo que as transações devem ser reportadas de maneira única, cabendo ao SI vendedor a primazia. Quanto ao conteúdo, existem tabelas técnicas nas RTS1 e RTS2 fornecendo uma lista de campos mandatória, onde destaca-se a necessidade de divulgação do local de execução e veículo de divulgação das negociações, bem como uma série de “flags” denominando características especiais acerca das transações, tais como a execução da negociação via SI.

O acesso às informações é pago, sendo que por regulação a precificação do acesso deve ser feita com base no custo adicionado de uma “margem razoável”. A despeito da permissão para comercialização do acesso em termos razoáveis e não discriminatórios, tais informações devem ser liberadas gratuitamente após 15 minutos.

#### ***II.4.2.5 – Execução de ordens por internalizadores***

O conceito de melhor execução na UE é mais abrangente do que o estadunidense, o qual explicitamente faz do preço de execução o seu pilar. As “investment firms” devem tomar todos os passos suficientes para obter o melhor resultado ao cliente, considerando fatores como: i) preço; ii) custos operacionais; iii) velocidade de execução; iv) probabilidade de execução e compensação; v) tamanho; vi) natureza da ordem; vii) e outras variáveis quaisquer que sejam relevantes.

O arcabouço regulatório vigente exige dos “trading venues” e das “investment firms” dois relatórios públicos acerca de qualidade de execução de ordens, sendo o primeiro anual e o segundo trimestral. Há ainda uma exigência de divulgação pelas “investment firms” dos cinco maiores locais de execução por classe de ativo, bem como informações sumarizadas acerca da qualidade de execução de ordens desses arranjos. Estipula-se ainda, que logo após a execução da ordem o local de execução seja comunicado ao cliente.

A revenda de fluxos de negociação, também conhecida como “payment for order flow” (“PFOF”), não é vedada na UE, muito embora a ESMA considere que ela possa



ser conflituosa e deva ser divulgada aos clientes. Espera-se ainda que na próxima versão da regulação a prática seja vedada.

#### ***II.4.2.6 – Liquidação***

Na União Europeia, a regulação prevê explicitamente que o investidor deve possuir a opção de escolha entre contas ônibus ou contas segregadas, devendo ser informado dos custos e riscos associados a cada uma.

Outro ponto importante é o de que a atividade de liquidação fora de um sistema formal de liquidação de ativos (um “Securities Settlement System” ou SSS) é considerada uma atividade regulada. Um “settlement internaliser” consiste numa entidade regulada a qual executa ordens de transferência de contas em nome de seus clientes por conta própria, sem uso de SSS. Dessa maneira, é possível que um SI, caso deseje, comande a liquidação de suas operações internalizadas.

#### ***II.4.2.7 – Tendências recentes***

Nessa seara, a consultoria Oxera, partindo de uma metodologia própria, reporta que no primeiro trimestre de 2021 os SI responderam por 11% e os mercados de balcão por 6% do volume financeiro total negociado em ambientes regulados na UE.

### **II.4.3 – Austrália**

#### ***II.4.3.1 - Principais instrumentos regulatórios***

O principal instrumento pertinente são as “Market Integrity Rules” (doravante, “MIR”) da Australian Securities & Investments Commission (ASIC), o regulador nacional para o mercado de capitais.

#### ***II.4.3.2 – Ambientes de negociação permitidos***

A MIR, em suas definições, prevê, além dos mercados de bolsa tradicionais (“trading platforms” operadas por “market operators”), a existência dos “crossings systems”, sistemas multilaterais automatizados fornecidos por participantes regulados, nos quais pode ocorrer internalização. Não há requerimento de “fair access” por parte dos últimos.

#### ***II.4.3.3 – Condições para internalização***

A ASIC explicita que as ordens executadas em “crossing systems” necessariamente valem-se de dispensas do regime de transparência pré-negociação determinado pela MIR.

Além disso, a ASIC reporta que são permitidas ordens do caráter “broker preferencing” no mercado australiano, sendo observadas em alguns sistemas de negociação opaca fornecidos por administradoras de mercado de bolsa.



Em suma, na Austrália, pode haver negociação opaca dentro ou fora do mercado de bolsa. Toda internalização consiste em negociação opaca (“dark”), porém nem toda negociação opaca é internalização. Em complemento, é necessária melhoria de preço para que haja uma negociação opaca, melhoria essa de no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível, caso melhor.

Por fim, a regra 5A.3.4, em seu turno, estipula que o investidor possui direito de realizar um “opt-out” de ter suas ordens de executadas num “crossing system”, sem ônus adicional. Na prática, portanto, um cliente pode optar por não ter suas ordens internalizadas.

#### ***II.4.3.4 – Regime de transparência***

De acordo com a regra 6.1.1 da MIR, participantes de mercado só podem executar ordens contando com transparência pré-negociação, com exceção das seguintes situações, onde enquadram-se as possibilidades de internalizar via “crossing systems”:

- Grandes lotes (isentas do regime de “tick-size” padrão)
- Negociações com melhoria de preço (no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível).

Por fim, todas as operações executadas no mercado australiano, inclusive operações internalizadas, devem contar com transparência pós-negociação imediatamente após sua execução, devendo ser reportadas a um operador de mercado regulado com o objetivo de constar no feed oficial do último. Pode haver atraso na divulgação no caso de grandes lotes.

Conforme mencionado, para operações internalizadas no mercado australiano as informações de pós-negociação são as únicas a serem publicamente divulgadas. Quaisquer mercados de bolsa regulamentados podem ser utilizados como receptores das informações. A ASIC não regula consolidadores de dados, apenas fornecendo orientações acerca do assunto.

A MIR obriga os operadores de mercado a divulgarem as informações de pós-negociação em termos comerciais razoáveis e de maneira não-discriminatória, e de maneira gratuita com um atraso de até 20 minutos, em seu website.

As regras 6.3.7 e 6.3.7A da MIR, em seu turno, estipulam sobre o conteúdo das informações de pós-negociação a serem divulgados para o mercado de “equity” e títulos públicos australianos, respectivamente. Tais dados são semelhantes aos de pré-negociação, acrescidos de um campo específico para denotar qual exceção de transparência pré-negociação foi utilizada. As informações consistem basicamente em campos de “timestamp” da recepção da ordem, identificação do produto, volume, tipo de ordem, preço e moeda de cotação.



#### **II.4.3.5 – Execução de ordens por internalizadores**

A regulação australiana, na regra 3.8.1 da MIR, diferencia o conceito de melhor execução para clientes de varejo dos clientes de atacado (“wholesalers”). No caso de varejo, exceto em caso de instrução explícita para o contrário, a melhor execução corresponde ao melhor preço ajustado pelo custo financeiro de transação. Já no caso de clientes de atacado, condições como velocidade e probabilidade de execução são agregadas.

A regra 5A.3.3 estipula que ordens do cliente possuem prioridade de execução sobre ordens do participante responsável pelo “crossing system”, na condição de principal.

Por fim, a regulação australiana possui como objetivo coibir o pagamento por fluxo de ordens (PFOF), vedando comissões negativas, isto é, pagamentos pelo fluxo de ordens acima da comissão recebida originalmente.

#### **II.4.3.6 – Liquidação**

Entende-se que as operações internalizadas no mercado australiano podem ser liquidadas internamente nos sistemas dos próprios participantes, muito embora também possam ser instruídas para liquidação no sistema CHESSE, fornecido pela central depositária do grupo ASX. Nesse sentido, a Austrália é um exemplo de jurisdição possuindo tanto contas ônibus quanto contas individualizadas nas centrais depositárias.

#### **II.4.3.7 – Tendências recentes**

Nessa seara, dados de março de 2023 fornecidos pela ASIC mostram que pouco mais de 25% do volume total de negociação na Austrália corresponde a negociações opacas, estando igualmente divididas entre negociações de grandes lotes e negociações abaixo de tal limite. Os “crossings systems” perderam relevância, aproximando-se apenas de um quarto desse mercado opaco (6.25 pontos percentuais do total).

### **I.4.4 – Canadá**

#### **I.4.4.1 - Principais instrumentos regulatórios**

No que abarca infraestrutura de mercado e intermediários, o Canadá possui um modelo no qual a regulação é de caráter provincial, havendo um órgão nacional de congregação de tais reguladores provinciais, a “Canadian Securities Administrators” (CSA). Nesse sentido, os chamados “National Instruments” são discutidos em conjunto e implementados à sua maneira em cada província, fornecendo as principais diretrizes regulatórias.



Por sua vez, a autorregulação canadense é muito relevante para a compreensão do tema e atualmente é operacionalizada pela “Canadian Investment Regulatory Organization” (CIRO), através das “Universal Market Integrity Rules” (UMIR).

#### **II.4.4.2 – Ambientes de negociação permitidos**

A regulação canadense possibilita ambientes de negociação regulamentados (“marketplaces”) alternativos aos de bolsa. No modelo canadense, além dos mercados organizados de bolsa, existem os “Quotation and Trade Reporting Systems” (QTRS) e “Alternative Trading Systems” (ATS). A regulação canadense enquadra explicitamente os seguintes casos no conceito de ATS:

- Um “broker-dealer” que internaliza ordens, inclusive sem transparência pré-negociação.
- Sistemas de “broker-dealers” que diretamente cruzam ordens ou então pareiam ordens opostas de clientes para posterior envio a um “marketplace”.

Não há ambiente específico para internalização e é teoricamente possível que a mesma ocorra fora de ambientes regulados, muito embora a construção do arcabouço canadense objetivou trazer a internalização para os ambientes regulamentados, em especial para ativos listados. Por fim, a regulação introduz requerimentos de “*fair access*” em todos os “marketplaces”.

#### **II.4.4.3 – Condições para internalização**

O arcabouço canadense permite internalização de ordens e fornece todo um conjunto de incentivos e regras para incentivar e assegurar que ativos listados sejam negociados nos “marketplaces” regulamentados.

O cruzamento de ordens internalizado pode ocorrer de maneira intencional (“intentional cross”) ou não intencional. O cruzamento não intencional é facilitado pela possibilidade de protocolo de “broker-preferencing” nos “marketplaces”, no qual há preferência de cruzamento para ordens originadas via mesmo “broker-dealer”, para um mesmo preço.

Por fim, a seção 8.1 da UMIR obriga as transações contra a carteira própria dos broker-dealers a efetuarem melhoria de preço dentro do contexto de melhor execução, melhoria essa dependente do regime de transparência da transação (ver abaixo).

#### **II.4.4.4 – Regime de transparência**

Como regra geral, toda negociação em “marketplaces”, internalizada ou não, deve possuir transparência pré-negociação e pós-negociação. Além disso, negociações internalizadas via cruzamento *intencional* devem necessariamente contar com



transparência, podendo aqui a melhoria de preço ser simbólica (abaixo do “tick-size”) para até o limiar de grandes lotes.

Outrossim, há condições nas quais é possível realizar negociações sem transparência pré-negociação (“dark trading”), independentemente do “marketplace” e se são internalizadas ou não. Nessa seara, destacam-se as seguintes dispensas de transparência:

- Por grandes lotes.
- Para negócios abaixo de grandes lotes:
  - Cruzamentos *não intencionais* com melhoria de preço de ao menos um tick-size (ou ao “mid-point” caso o spread seja igual ao “tick-size”).

Verifica-se ainda requerimentos da autorregulação para que haja prioridade de execução para ordens visíveis, ao mesmo preço.

Há requerimentos para que uma entidade regulada específica, genericamente chamada de processador de informações, ou então um “vendedor”, na ausência da primeira, seja contratada por um “marketplace” para a divulgação de informações de pré-negociação e pós-negociação. Cabe aos processadores construir fitas consolidadas em tempo real, para ativos listados, e de maneira tempestiva, para os demais ativos.

O acesso às informações é pago, e seus termos ditados em contrato. A regulação é pouco prescritiva quanto o formato do pacote de informações a ser disponibilizado, havendo alguns detalhes em autorregulação.

#### ***II.4.4.5 – Execução de ordens por internalizadores***

A regulação canadense acerca de melhor execução é sucinta, apenas estipulando que um “broker-dealer” deve realizar esforços razoáveis para obter melhor execução, sendo que a autorregulação dispõe que os critérios de melhor execução vão além do preço.

Além disso, o mercado canadense, à semelhança do estadunidense, conta com uma “order protection rule”, estabelecendo formalmente os limites para a melhor execução. Isto é, para ordens “protegidas”, a regulação proíbe negociações a preço pior que os melhores “bid” e “ask” disponíveis nos feeds consolidados dos “marketplaces”.

Há poucas exceções à vedação dos “trade-throughs”, sendo algumas de caráter eminentemente técnico. A mais relevante é das “directed orders” - ordens nas quais o “broker-dealer” assume riscos e renuncia às funcionalidades técnicas automáticas de execução que protegem as ordens.



Por fim, as fontes consultadas indicam que o “payment for order flow” (PFOF) é vedado no Canadá.

#### ***II.4.4.6 – Liquidação***

Há um requerimento regulatório para que todas as negociações em “marketplaces”, inclusive internalizadas, sejam liquidadas numa clearing.

#### ***II.4.4.7 – Tendências recentes***

O volume financeiro internalizado no mercado de “equities” do Canadá encontrava-se próximo de 20% do total em 2020, sendo 7.5 p.p via “intentional cross” (deve ser transparente e pode contar com melhoria de preço abaixo do “tick-size”) e entre 11-13 p.p via “unintentional cross” (pode ser opaca e deve contar com melhoria de preço de ao menos um “tick-size”).

## **II.5 – Conclusões parciais**

Acerca do desenvolvimento realizado até o momento, pode-se tecer as seguintes conclusões principais:

- No que abrange o problema regulatório, constata-se que a literatura empírica sobre seleção adversa possui conclusões distintas acerca dos efeitos de internalização e negociações sem transparência pré-negociação sobre variáveis de liquidez nos mercados visíveis:
  - Existem estudos empíricos que mensuram relações benignas ou de complementariedade. No entanto, a maioria dos estudos considera que há deterioração de alguma métrica de liquidez com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar.
  - A maior parte dos estudos foca na questão de variação de condições de liquidez (custo), não havendo foco na mensuração de benefícios ou na relação de custo x benefício da problemática.
- No que se relaciona à fundamentação legal do tema, são publicamente conhecidos os dispositivos normativos da CVM que acabam por vedar a internalização, ao menos como praticada em diversas jurisdições no exterior.
  - A introdução de “broker-preferencing” via procedimentos específicos de negociação, tais como as “Ofertas RLP” em mercado de bolsa, ou possíveis ambientes de negociação com grandes lotes,



permitem que haja algum nível de internalização no mercado brasileiro, ainda que em modelo distinto do exterior.

- Existem pormenores técnicos na **legislação** brasileira, referentes a uso de conta segregada por comitente final para custódia de ativos, que tornam o processo de liquidação de operações no Brasil sui generis em relação aos benchmarks analisados, fazendo com que modelos de internalização semelhantes aos do exterior sejam mais difíceis de serem implementados.
- No que tange os participantes afetados, sublinha-se que:
  - Há participantes regulados unicamente pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil. No entanto, há esferas de competência conjunta.
  - Existe um processo contínuo de consolidação no mercado de intermediação nos anos recentes. Nesse sentido, existe um conglomerado líder que possui vantagens competitivas iniciais, conforme métricas analisadas, caso modelos regulatórios mais aderentes ao exterior sejam adotados.
- No que tange o mapeamento de experiências internacionais, ressalta-se que:
  - As jurisdições estrangeiras analisadas possuem arcabouços legais e jurídicos e conjunturas de mercado distintas entre si e do Brasil.
  - As jurisdições analisadas permitem modelos que podem ser considerados menos restritivos que o brasileiro, porém todas com suas particularidades.
  - Em todas as jurisdições, diferentemente do Brasil, há algum grau de competição entre ambientes de negociação de tipos distintos na execução de ordens, inclusive via internalização.

Sendo assim, postula-se os seguintes desafios para a conclusão do trabalho, para os quais espera-se obter auxílio via tomada pública de subsídio, conforme faculdade conferida pelo Art. 8º do Decreto 10.411/20:

- Quais os objetivos regulatórios a serem perseguidos no que abrange a temática? Nesse quesito, é necessário considerar os mandatos legais da CVM, conforme Art. 4º da Lei 6.385/76, bem como os princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca de liquidez opaca, em seu relatório de 2011.
- Quais as alternativas regulatórias factíveis para a mitigação dos problemas regulatórios, caso seja considerado que o cenário de não-ação não seja a única alternativa viável.



- Quais os impactos das alternativas mencionadas, em especial na seara dos benefícios potenciais aos investidores?
- Que estratégias podem ser adotadas para mensurar custo-benefício de maneira crível, considerando que não há internalização nos moldes do exterior?



### III. PROBLEMA REGULATÓRIO

#### III.1. Contexto das discussões do problema regulatório

##### III.1.1 – Do mecanismo “*client facilitation*”

Conforme será analisado, o único mecanismo sistemático de internalização de ordens atualmente disponível no mercado de valores mobiliários brasileiro consiste na oferta RLP, procedimento específico de negociação oferecido pela administradora de mercado organizado Brasil, Bolsa Balcão S.A (doravante “B3”)<sup>1</sup>.

Por sua vez, a origem da oferta RLP pode ser traçada até o serviço “client facilitation” disponibilizado pelo grupo econômico XP Investimentos aos seus clientes, antes de 2016.

O propósito de tal serviço seria o de oferecer liquidez para clientes de varejo da corretora que operassem pelo “Direct Market Access” (DMA), podendo ainda promover uma melhoria de preço na execução de suas ordens. O sistema, ao identificar uma oferta agressora envolvendo minicontratos futuros de índice Ibovespa ou dólar, as executava contra a carteira do próprio intermediário. Os negócios eram realizados no sistema do intermediário e, posteriormente, registrados como negócio direto intencional no PUMA Trading System, conforme determinavam as normas operacionais da B3<sup>2</sup>.

Apesar da internalização de ordens não ser uma prática permitida no Brasil, houve o que pode ser considerado o aproveitamento de uma lacuna regulatória, uma vez que a regulamentação permitia a execução de ofertas diretas intencionais, ou seja, operações conduzidas fora do mercado de bolsa, mas com seu registro realizado em um sistema de negociação autorizado.

Em 2016, o produto “*client-facilitation*” foi objeto de um processo administrativo disciplinar<sup>3</sup> no âmbito do então braço de autorregulação BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). A BSM elaborou uma acusação, que pode ser sintetizada no fato do procedimento adotado pela corretora violar a regra de prioridade preço-

---

<sup>1</sup> Sem prejuízo das ofertas diretas, tópico especial a ser detalhado posteriormente.

<sup>2</sup> COSTA, Isac, XP Facilitation, oferta RLP e internalização à brasileira, **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 24, n. 92, p. 15–49, 2021.

<sup>3</sup> Processo Administrativo BSM 012/2016. Ver: <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad>. Acesso em: 28/11/2023.



tempo<sup>4</sup> ao preterir a ordem de outros investidores em seu livro, prejudicando seu dever de buscar a melhor execução.

Houve, em 2018, a celebração de um Termo de Compromisso<sup>5</sup> da XP com a BSM, seguido da condenação da corretora e alguns de seus diretores e operadores naquele foro<sup>6</sup>.

No entanto, em 2018<sup>7</sup> a B3 propôs uma alteração das regras de procedimentos de negociação vigentes para melhor circunscrever o registro de ofertas diretas nos mercados de bolsa e para regular um novo tipo de oferta, chamada de “retail liquidity provider” (RLP), cujas características serão abordadas ao longo desse estudo.

Assim sendo, a B3 elaborou uma proposta de alteração nos seus procedimentos operacionais no que tange a atuação da carteira própria do intermediário como contraparte do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo, e solicitou a manifestação do mercado. Posteriormente, tais propostas foram aprovadas pela CVM, no âmbito dos procedimentos específicos de negociação permitidos por seu

---

<sup>4</sup> De acordo com a B3, foi constatado que alguns clientes haviam sido prejudicados com a implementação do “client facilitation”. A XP Investimentos, em certas ocasiões, não foi capaz de priorizar ofertas de clientes seus que já se encontravam no livro de ordens, devido a diferença de milésimos de segundos entre a identificação da oferta e o registro do negócio direto na plataforma de negociação da B3. Ver: < [https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/comunicado.htm#](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/comunicado.htm#) >. Acesso em: 28/11/2023.

<sup>5</sup> Em 23/02/2018, a Corretora XP Investimentos, seus Diretores e Operadores celebraram um Termo de Compromisso com a BSM. Dessa forma, encerrou-se parte do processo (apenas em relação ao período de 02/01/2015 até 14/08/2016), o qual havia sido denominado de “atuação cega”, devido ao fato de a Corretora não verificar a presença de ofertas de clientes com prioridade de execução. Como resultado da celebração do Termo de Compromisso, ficou acordado que a Corretora pagaria à BSM o valor dos ganhos com as operações realizadas neste período que resultaram no não atendimento de ofertas de clientes. Além disso, também coube a Corretora ressarcir os clientes cujas ofertas não foram atendidas em razão da utilização do mecanismo “client-facilitation”, e foram executadas até o final do pregão por um preço pior. As obrigações assumidas no Termo de Compromisso foram integralmente cumpridas. Ver: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad> >. Acesso em: 28/11/2023.

<sup>6</sup> O PAD 012/2016 foi julgado em 13/12/2018 pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM. Com 2 (dois) votos a 1 (um), a Corretora e o DRM foram condenados por atuação em conflito de interesses (infração então prevista no art.30, parágrafo único, da Instrução CVM Nº 505/2011, e hoje no art. 31 da Resolução CVM 135). A Corretora e o DRM apresentaram recurso contra decisão da Turma. Em 12/08/2019 o recurso foi julgado pelo Pleno do Conselho de Supervisão. Os 8 (oito) Conselheiros que participaram do julgamento decidiram, por 5 (cinco) votos a 3 (três), pela manutenção da decisão da Turma. Ver: BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, c2023. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad> >. Acesso em: 28 de nov. de 2023.

<sup>7</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 050/2018-VOP.



normativo, e implementadas pela B3 via novas regras em seu Manual de Procedimentos Operacionais.

### III.1.2 – Da sequência dos fatos

A discussão regulatória acerca do tema da internalização de ordens não é nova, sendo anterior ao imbróglio do “client facilitation”: seu início pode ser apontado na Audiência Pública SDM 06/07.

O Edital de Audiência, publicado em junho de 2007 procurou receber dos participantes do mercado comentários sobre uma minuta que apresentava a redação do que seria a antiga Instrução CVM 461. Naquela oportunidade, também indagou os participantes acerca da não permissão da internalização de ordens<sup>8</sup>.

O Relatório daquela Audiência foi publicado em outubro do mesmo ano, e muitos respondentes apoiaram a vedação à internalização. A CVM ali reconheceu que a internalização de ordens poderia gerar benefícios, mas optou por não a permitir. Seus argumentos na época seriam de que a estrutura do mercado de capitais brasileira ainda não estaria preparada para tal empreendimento, devido à ausência de mecanismos que centralizassem e consolidassem informações acerca das ofertas inseridas e dos negócios fechados em diferentes mercados, além do dever de melhor execução dos intermediários não estar totalmente regulamentado no Brasil<sup>9</sup>.

Após o caso do “client facilitation” em 2016, a discussão voltou a ganhar proporção em 2018. De acordo com a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM (doravante “SMI”), já em fevereiro de 2016 a B3 havia consultado a CVM acerca da possibilidade de alteração dos critérios de aceitação para o registro de negócios diretos intencionais<sup>10</sup>. No entanto, a SMI decidiu não se manifestar oficialmente sobre a consulta, já que havia indícios da ocorrência de uma prática de infração viabilizada por meio desse instrumento (registro de negócios diretos intencionais) por um participante do mercado. De maneira

---

<sup>8</sup> Na página 12 do Edital foram propostas as seguintes indagações:

*“1) Os eventuais impactos negativos dessa proibição sobre as condições de concorrência entre mercados podem ser compensados pelo que a vedação à internalização agrega em termos de proteção ao investidor?”*

*2) Por outro lado, os eventuais efeitos positivos da internalização seriam suficientes para compensar os impactos que a autorização dessa prática pode ter sobre as entidades de mercado organizado atualmente existentes?”*

<sup>9</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, p. 13.

<sup>10</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 1. A proposta da B3 (BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 050/2018-VOP.) publicada em 19/12/2018, que introduz o que seria a oferta RLP, foi solicitada pela SMI a fim de alterar os critérios de aceitação para o registro de negócios diretos intencionais.



cautelosa, a SMI optou por aguardar as análises da BSM, com receio de que qualquer alteração pudesse aumentar danos gerados pela infração.

Após acompanhar o desenvolvimento dos fatos, a Superintendência solicitou que a B3 apresentasse proposta de regulação para o uso dos negócios diretos intencionais, solicitação atendida posteriormente<sup>11</sup>. Além disso, a B3 também propôs a introdução da Oferta RLP, analisada pela SMI e encaminhada ao Colegiado para deliberação<sup>12</sup>.

Sendo assim, em 21/05/2019, o Colegiado da CVM<sup>13</sup> se reuniu para discutir a proposta da B3. O então Diretor Carlos Rebello ressaltou que, confirmada a expectativa de geração de liquidez após o período experimental, caberia avaliar a conveniência de estender ao mercado de ações a modalidade de oferta até então restrita a alguns derivativos. Por unanimidade, acompanhando a manifestação da área técnica, o Colegiado aprovou a proposta nos termos apresentados pela B3, introduzindo então uma modalidade regulamentada de internalização no mercado brasileiro.

As deliberações<sup>14</sup> do Colegiado da CVM estavam previstas para entrar em vigor a partir de 05/08/2019. Ato contínuo, em 10/06/2019, foi publicado pela B3 um Ofício Circular que apresentou as regras finais da Oferta RLP discutidas em sua consulta pública, para implementação dos seus novos procedimentos operacionais de negociação.

No interim, após a SMI se posicionar contrariamente sobre a possibilidade de clientes institucionais configurarem exceção à regra de não preterição, mesmo mediante autorização, a B3 voltou a se manifestar sobre o tema<sup>15</sup>. Apesar da

---

<sup>11</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 050/2018-VOP. Ali foi elaborada uma proposta que unificaria os procedimentos para os segmentos de derivativos e ações, e previa sua utilização em casos especiais.

<sup>12</sup> O Memorando da SMI ressaltava a necessidade de transparência e colaboração entre os órgãos autorregulador e regulador na fase experimental. A SMI solicitou à B3 o desenvolvimento de material informativo e um modelo de comunicação uniforme entre intermediários e clientes acerca do produto.

<sup>13</sup> Reunião do Colegiado Nº 18/2019. Disponível em:  
[https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521\\_R1/20190521\\_D1410.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html)

<sup>14</sup> Regras aprovadas pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 21/05/2019 e 28/05/2019.

<sup>15</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 050/2018-VOP. Ao discorrer sobre os resultados da consulta pública, a B3 havia demonstrado interesse em descobrir junto à CVM se, no caso específico dos HFTs, mediante prévia autorização, poderia haver uma exceção à regra de não preterição. Após o posicionamento contrário da SMI (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 13.), que apresentou a proposta da Oferta RLP ao Colegiado da CVM, a B3 reforçou seus argumentos por meio de correspondência. Diante disso, foi elaborado pela



entidade administradora reforçar os argumentos expostos<sup>16</sup>, a SMI mantinha seu posicionamento de que tal prática configuraria um conflito de interesses. O tema foi então levado ao Colegiado.

Na Reunião do Colegiado de 28/05/2019<sup>17</sup> tal possibilidade foi votada e aprovada. Assim, no âmbito do período experimental das Ofertas RLP nos minicontratos futuros de dólar e de IBOVESPA, foi permitido que investidores institucionais, mediante prévia e expressa anuência, declinassem do direito à não preterição pelas ofertas RLP de responsabilidade do intermediário por meio do qual operassem<sup>18</sup>.

Ao final do ano de 2019, foi publicado o Edital da Audiência Pública SDM 09/2019, com o objetivo de reformular e consolidar as regras referentes aos ambientes de mercado regulamentados pela CVM, até então sob a égide principal da Instrução CVM 461, sendo que o Edital não fez referência a mudanças no texto no tocante a internalização de ordens no Brasil.

Reconheceu-se ali (p.34 da Minuta A) que a impossibilidade da internalização de ordens no Brasil já possuía obstáculo regulatório na Instrução CVM 461, em seu art. 59, que vedava a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários. A minuta proposta pelo órgão regulador trouxe consigo o mesmo dispositivo, mas nenhuma novidade quanto às exceções à regra.

Passado um ano da autorização para uso experimental das Ofertas RLP, havia chegado o momento da avaliação de resultados cujo intuito abarcava a prorrogação do período experimental ou até sua conversão em procedimentos permanentemente válidos.

Nesse sentido, a SMI definiu métricas a serem monitoradas ao longo da fase experimental, as quais se dividiram em métricas para a qualidade do mercado, investidores e intermediários. A área técnica destacou que o mecanismo permitiu eliminação da possibilidade de preterição de ofertas de clientes (como observado no “client facilitation”) e tornou mais fácil a supervisão das operações internalizadas. Diante de resultados aceitáveis durante a fase experimental, a SMI sugeriu a

---

Superintendência o Memorando nº 20/2019-CVM/SMI (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 20/2019-CVM/SMI.), no qual a SMI manteve sua posição e levou o tema à deliberação do Colegiado.

<sup>16</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 20/2019-CVM/SMI, p. 2.

<sup>17</sup> Reunião do Colegiado Nº 19/2019. Disponível em:  
[https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1.html)

<sup>18</sup> O Colegiado levou em conta na sua decisão o fato de que as ofertas que poderão ser preteridas serão objeto de marcação específica - mesmo não sendo pública estas possibilitam o monitoramento por parte da CVM, da B3, da BSM e dos intermediários.



aprovação da proposta da B3 para converter em permanente o que existia em caráter provisório.<sup>19</sup>

A despeito dessa sinalização, em agosto de 2020, o Colegiado da CVM<sup>20</sup> decidiu novamente em favor da implementação de um novo período experimental. Ainda que as métricas analisadas pela área técnica retrataram melhoras ou situações neutras para os investidores e resultados financeiramente favoráveis aos intermediários, o Colegiado entendeu necessário estender o período experimental por mais 12 (doze) meses, tendo em vista que o teste abrangeu apenas dois produtos e o assunto estava inserido no escopo da Audiência Pública SDM nº 09/2019, não finalizada.

No mesmo mês, a então Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (Seae/ME) publicou um Parecer<sup>21</sup> sobre o tema em discussão. A manifestação apresentou argumentos a favor da regulamentação da internalização de ordens no Brasil similares aos emitidos por outros participantes do mercado em Audiência Pública.<sup>22</sup>

A discussão do tema na Audiência Pública 06/07 foi relembrada, assim como as justificativas apresentadas pela CVM naquela ocasião para não permitir a prática<sup>23</sup>. O parecer sugeriu que a vedação da utilização do mecanismo da internalização de ordens acarretaria onerosidade regulatória e seria prejudicial à concorrência, visto que limitaria a participação de agentes econômicos na oferta de ambientes de negociação e conseqüentemente a existência de opções para os investidores.

O Parecer (p.5), por fim, sugeriu duas alternativas ao órgão regulador: i) a inclusão da internalização de ordens nas exceções dispostas no art. 66 da Minuta A apresentada na Audiência Pública SDM no 09/2019; ou ii) caso a CVM entendesse que se trata de uma mudança estrutural de grande porte para o mercado, que a autarquia apresentasse suas justificativas formalmente e iniciasse estudos sobre a viabilidade da internalização de ordens em ambiente de *Sandbox* Regulatório.

---

<sup>19</sup> Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 25/2020-CVM/SMI. A SMI ressaltou que as métricas apuradas apresentaram um viés positivo, com manutenção de *spreads* baixos, acompanhado de um aumento na liquidez no primeiro nível de preço, no número de investidores negociando minicontratos de dólar americano e IBOVESPA e na quantidade de contratos negociados. Quanto as métricas relativas aos investidores, não foram verificados ganhos ou perdas expressivos para os investidores com a implementação desse mecanismo. As métricas relativas aos intermediários mostraram um expressivo ganho para os intermediários durante o período de teste.

<sup>20</sup> Decisão do colegiado CVM Nº 28/2020. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200804\\_R1/20200408\\_D1410.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200804_R1/20200408_D1410.html).

<sup>21</sup> Parecer SEI Nº 13804/2020/ME. Divulgado em: 25/08/2020.

<sup>22</sup> Parecer SEI Nº 13804/2020/ME, pág. 2.

<sup>23</sup> No documento buscou-se neutralizar os dois argumentos apresentados pela CVM na época da Audiência Pública de 2007.



Ao final do ano de 2020, houve uma nova proposta para expansão do programa experimental, após atendimento da B3 de solicitação da CVM que elaborasse uma proposta nova de expansão do programa<sup>24</sup>, a qual permitisse a utilização da Oferta RLP na negociação de mais produtos, além de uma alternativa técnica de fracionamento do “tick-size” para os novos ativos admitidos. Destarte, a SMI entendeu que era razoável permitir que a nova fase de testes tivesse a duração de 12 meses a partir da data da sua efetiva implantação.

Em Reunião<sup>25</sup> do dia 15/12/2020, o Colegiado da CVM, por maioria<sup>26</sup>, aprovou a proposta de ampliação do programa experimental da B3, estabelecendo m fase de testes por um período de 12 (doze) meses. A Oferta RLP poderia agora ser aplicável para um conjunto de ações divididas em dois grupos (com base no spread), além dos derivativos da fase inicial. O Colegiado concluiu que a segunda fase experimental da oferta RLP seria ideal para testar o comportamento de investidores e intermediários mediante o fracionamento do “tick-size” exclusivamente para permitir a melhora de preços para o investidor mesmo diante de *spreads* fechados.

Assim, após a comunicação da decisão do Colegiado, a B3<sup>27</sup> apresentou detalhadamente procedimentos adotados por ela e outros intermediários com a finalidade de avaliar a possibilidade técnica de adoção do fracionamento do “tick-size”. Frisa-se que neste momento a B3 ainda não havia atualizado seu Manual de Procedimentos Operacionais para viabilizar as ofertas RLP no mercado de ações.

Em novembro de 2021, a SMI, por meio de um Ofício Interno, expos acerca de uma nova proposta para expansão do programa experimental, contendo posicionamento da B3 de que os benefícios do fracionamento do “tick-size” não seriam condizentes com os custos e esforços necessários para sua implementação<sup>28</sup>. O Colegiado da

---

<sup>24</sup> Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 46/2020-CVM/SMI, p. 2. Proposta para ampliação da B3 constou na correspondência B3 029/2020-VPC. Ver: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207\\_R1/20211207\\_D1410.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html).

<sup>25</sup> Decisão do colegiado CVM Nº 47/2020. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215\\_R1/20201215\\_D1410.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html).

<sup>26</sup> Na ocasião, destacaram-se os votos dos diretores Alexandre Rangel e Gustavo Gonzalez. O Diretor Alexandre Rangel apresentou uma divergência especificamente com relação à sugestão da área técnica de que seja implementado um instrumento de melhoria de preços. O Diretor Gustavo Gonzalez fez ponderações a respeito da exigência de que a oferta RLP possibilite a melhora de preço para o cliente mesmo quando o *spread* estiver fechado.

<sup>27</sup> Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2. Em 10 de setembro de 2021, a B3 protocolou a correspondência 011/2021-VPC, no qual sugeriu alterações no programa experimental relativo as ofertas RLP para a fase 2, em alternativa à decisão do Colegiado de 15/12/2020.

<sup>28</sup> *Ibid.* Um dos argumentos apresentados pela B3 foi de que a melhoria de preços, por vezes, acabaria por reduzir a atratividade das ofertas não transparentes, se valendo de exemplos internacionais para tanto. Por fim, a sugestão da entidade foi a realização de uma nova fase experimental, com duração de 12 (doze) meses, dando continuidade à negociação de minicontratos e finalmente operacionalizando sua ampliação para o mercado de ações.



CVM, então, por unanimidade, acompanhando a manifestação da área técnica, aprovou a nova proposta de ampliação do programa experimental estabelecendo nova fase de testes por um período adicional de 12 (doze) meses, a partir de 31/01/2022<sup>29</sup>.

Nessa fase experimental seguinte, superado o imbróglio do “tick-size”, a B3 atualizou seu Manual de Procedimentos Operacionais para finalmente permitir a inclusão do funcionamento da oferta RLP para o mercado de ações, bem como o processo de monitoramento e sanções, conforme propostas aprovadas pelo Colegiado da CVM<sup>30</sup>.

Apenas em junho de 2022 foi publicado pela CVM o Relatório da Audiência Pública SDM 09/2019, o qual resultou na Resolução CVM 135. Na manifestação sobre a Audiência Pública de 2019, a sugestão dos participantes do mercado de tornar possível a internalização de ordens não foi acatada pela CVM (p.75)<sup>31</sup>. A autarquia se mostrou cautelosa ao tratar do tema, afirmando que a análise da matéria é complexa e que os resultados da experiência com o mecanismo RLP seriam levados em consideração neste exame<sup>32</sup>.

Em conclusão, em 31/01/2023 foi publicada uma nota pública<sup>33</sup> a respeito da continuidade do uso das Ofertas RLP. Como o fim do período de testes estava previsto para a mesma data, a SMI informou acerca da prorrogação indefinida do prazo do programa experimental da B3. Apesar de reconhecer que há necessidade de deliberação do Colegiado da CVM, a área técnica da Autarquia comunicou que as Ofertas RLP seguirão sendo oferecidas pela B3, nas mesmas condições, até nova decisão do Colegiado da CVM.

A Tabela 1 abaixo oferece um resumo da discussão conduzida nesta seção, na forma de linha do tempo:

---

<sup>29</sup> Reunião do Colegiado Nº 49/2021. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1.html).

<sup>30</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 014/2022-PRE.

<sup>31</sup> Muito embora tenha havido uma série de manifestações pró-internalização, houve também manifestações contrárias. Por exemplo, as gestoras Absolute e Dynamo (p.87) salientam que a experiência internacional ilustra 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. Indicam que a inexistência de transparência pré-negociação e mecanismos automáticos para o matching das ordens tornariam 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.

<sup>32</sup> Ao ter optado pela manutenção da norma vigente, o artigo 94 da Resolução CVM 135 permanecia impondo a impossibilidade de negociação de ativos fora de mercado organizado.

<sup>33</sup> Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acesso em 30/12/2023.



**Tabela 1: Resumo dos eventos referentes à discussão regulatória de internalização de ordens e das Ofertas RLP no âmbito da CVM**

<b>Data</b>	<b>Evento</b>	<b>Assunto</b>
28/06/2007	Edital da Audiência Pública SDM 06/07.	Primeiro tratamento formal do tema em agenda regulatória da CVM. O Edital contou com dois questionamentos acerca de internalização de ordens, buscando aferir opinião dos participantes sobre efeitos positivos e negativos da prática.
23/10/2007	Relatório da Audiência Pública SDM 06/07.	Praticamente a totalidade dos respondentes apoiou a vedação à internalização (p.12). Na síntese, a autarquia reconheceu que a internalização de ordens poderia gerar benefícios, mas optou por não a permitir. A CVM na época expos sua motivação considerando que a estrutura de mercado e regulatória ainda não estaria madura.
02/01/2015 a 31/08/2016	“XP <i>Facilitation</i> ”	Nesse período apenas 19,6% dos negócios realizados por meio do produto oferecido pela XP foram executados com alguma melhoria de preço para os clientes.
15/08/2016	O grupo XP Investimentos, atuando com o mecanismo “ <i>client-facilitation</i> ”, promoveu uma alteração em seu algoritmo.	Após interações entre a Corretora, a B3 e a BSM a fim de mitigar o risco de preterição, a XP decidiu promover uma alteração em seu algoritmo de modo a somente permitir a preterição se ocorresse de forma accidental.
03/10/2016	Instaurado o Processo Administrativo nº 12/2016.	Em 2016, o produto “ <i>client-facilitation</i> ” foi objeto de um processo administrativo disciplinar no âmbito BSM. A entidade autorreguladora identificou práticas não equitativas e conflito de interesses.
23/02/2018	Celebração do Termo de Compromisso com a BSM.	O Termo foi referente ao período em que a corretora não verificava a presença de ofertas de clientes com prioridade de execução no livro de ordens. Foi encerrado o processo em relação às operações realizadas no intervalo de 01/01/2015 até 14/08/2016.
13/12/2018	PAD BSM 12/2016 foi julgado pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM.	A Corretora e o DRM foram condenados por atuação em conflito de interesses. Foi apresentado recurso contra decisão da Turma.
19/12/2018	Ofício Circular 050/2018–VOP, divulgado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3)	A B3 elaborou uma proposta de alteração das regras de registro de ofertas diretas nos mercados de bolsa e de regulação de um novo tipo de oferta, chamada de “ <i>retail liquidity provider</i> ” (RLP), a qual introduziria uma modalidade de internalização no mercado brasileiro. Foi solicitada a manifestação do mercado.
09/04/2019	Comunicado Externo B3 036/2019–VOP	A B3 informa que divulgou o Relatório da Consulta Pública sobre alteração da regra para registro de ofertas diretas e introdução de um novo tipo de oferta, chamada de “ <i>retail liquidity provider</i> ” (RLP).
09/04/2019	Relatório Sobre Os Resultados Da Consulta Pública (resposta ao ofício circular 050/2018–VOP)	Na consulta pública foram abordados os principais argumentos favoráveis e contrários à “Oferta RLP”. A B3 se encarregou de promover os ajustes necessários às propostas de regras da “Oferta RLP” e do registro de ofertas diretas para posterior envio para apreciação do Colegiado da CVM.
15/05/2019	Memorando nº 18/2019–CVM/SMI (manifestação da área técnica)	A proposta foi analisada pela SMI e encaminhada ao Colegiado para deliberação. O parecer da SMI se posicionou sobre questões como possibilidade de preterição de uma categoria de clientes e fracionamento do <i>tick size</i> . Por fim, concluiu que o benefício em potencial parecia superar os riscos apresentados (p.18).
21/05/2019	Reunião do Colegiado 18/2019	O Colegiado aprovou as propostas de alterações ao Regulamento de Negociação e ao Manual de Procedimentos Operacionais da B3 para restringir as hipóteses de aceitação dos negócios diretos intencionais e permitir o primeiro período experimental de 12 (doze) meses para teste do RLP.
23/05/2019	Memorando nº 20/2019 – CVM/SMI	Após a SMI se posicionar de forma contrária sobre a possibilidade de clientes institucionais configurarem exceção à regra de não preterição, mesmo mediante autorização, a B3 voltou a se manifestar sobre o assunto. A SMI manteve seu posicionamento. O tema foi levado ao Colegiado da CVM.



Data	Evento	Assunto
28/05/2019	Reunião do Colegiado 19/2019	O Colegiado aprovou a proposta apresentada para, no âmbito do período experimental, permitir que investidores institucionais, mediante prévia e expressa anuência, declinassem o direito à não preterição pelas ofertas RLP.
10/06/2019	Ofício Circular 019/2019-VOP-B3	Foram apresentadas as regras de negociação finais acerca do uso da “Oferta RLP”. O conteúdo foi aprovado pelo Colegiado da CVM, em 21/05/2019 e 28/05/2019. As referidas regras estavam previstas para entrar em vigor a partir de 05/08/2019.
05/08/2019	Implementação das alterações autorizadas pelo Colegiado da CVM (18/2019).	
07/08/2019	Ofício-Circular nº 1/2019-CVM/SMI	Esclarece sobre obrigações relacionadas ao uso da “Oferta RLP” por intermediários.
10/08/2019	Início de funcionamento da RLP no PUMA Trading System da B3.	
12/08/2019	PAD BSM 12/2016 - O recurso foi julgado pelo Pleno do Conselho de Supervisão.	Os 8 Conselheiros que participaram do julgamento decidiram, por 5 votos a 3, pela manutenção da decisão da Turma.
27/12/2019	Publicação do Edital da Audiência Pública SDM 09/2019.	O Edital da Audiência Pública não fez referência a mudanças no texto no tocante a internalização de ordens no Brasil. A impossibilidade da internalização de ordens foi mantida na minuta proposta pelo órgão regulador, mas nenhuma novidade quanto às exceções à regra.
29/07/2020	Memorando 25/2020-CVM/SMI.	A SMI havia definido métricas a serem monitoradas ao longo da fase experimental do programa das Ofertas RLP e, em 2020, diante de resultados satisfatórios, sugeriu a aprovação da proposta da B3 para converter em permanente o que existia em caráter provisório.
04/08/2020	Decisão do colegiado CVM 28/2020	Após a apresentação da SMI e outras considerações expostas na Decisão, o Colegiado entendeu que seria oportuno estender o período experimental por mais 12 meses, para aprofundar a avaliação dos impactos decorrentes da medida. Assim, foi aprovada a prorrogação do teste referente ao RLP (segundo período experimental).
25/08/2020	Parecer SEI Nº 13804/2020/ME	O parecer trouxe considerações sobre a proposta da CVM no Edital da Audiência Pública SDM 09/2019. A SEAE/ME buscou rebater os argumentos da CVM expostos em 2007 e considerou que a permissão para internalização de ordens seria positiva. Diante disso, sugeriu duas alternativas: a inclusão da internalização de ordens nas exceções à negociação fora de mercado organizado ou que a CVM apresentasse justificativas e iniciasse estudos sobre a viabilidade da internalização de ordens em ambiente de <i>Sandbox</i> Regulatório.
26/08/2020	Ofício-Circular no 7/2020-CVM	O assunto do Ofício foi a remuneração de agentes autônomos com base no spread do RLP. A área técnica entendeu não ser cabível o uso de um incentivo de vendas do intermediário desvinculado de um benefício para o cliente.
15/12/2020	Memorando nº 46/2020 CVM/SMI	O memorando tratou da possibilidade de utilização da Oferta RLP na negociação de novos produtos, tais como ações no mercado à vista. Houve o retorno da discussão sobre a consonância das Ofertas RLP com o Princípio 35 da IOSCO. Contudo, apesar de sugerir alterações, a SMI recomendou uma nova fase de testes, e levou o tema à deliberação pelo Colegiado.



Data	Evento	Assunto
15/12/2020	Decisão do Colegiado 47/2020	Por maioria, o Colegiado aprovou a proposta de ampliação do escopo do programa, possibilitando a inclusão de ações no mercado à vista. Na Decisão, o Colegiado acompanhou a área técnica e, sugeriu, além de outras coisas, que a próxima fase (terceira) do programa experimental seria ideal para testar um fracionamento do “tick-size” exclusivamente para permitir a melhora de preços para o investidor mesmo diante de <i>spreads</i> fechados.
03/02/2021	Ofício nº 8/2021/CVM/SMI/GMA-2	A decisão do Colegiado da CVM foi comunicada à B3 por meio do Ofício nº 8/2021/CVM/SMI/GMA-2.
26/11/2021	Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2	Após a comunicação da decisão do Colegiado, a B3 trabalhou a fim de entender os impactos da possível implementação do fracionamento do “tick-size”. Segundo a B3, o assunto deveria ser mais bem estudado antes de uma decisão concreta. A nova proposta da B3 em face da decisão do Colegiado, no entendimento da SMI, foi adequada (p.16).
07/12/2021	Decisão do Colegiado 49/2021	Por unanimidade, o Colegiado, acompanhando a manifestação da área técnica, aprovou nova proposta de ampliação do programa experimental, estabelecendo nova fase de testes (quarta fase) por um período adicional de 12 (doze) meses, a ser iniciada até 31/01/2022.
06/01/2022	003/2022-VPC Ofício Circular	A B3 informa a expansão dos ativos da oferta RLP, também por período experimental de 12 meses, para o mercado de ações à vista, que se iniciou em 31/01/2022.
31/01/2022	Início adicional de testes	
Junho de 2022	Relatório da Audiência Pública SDM 09/2019	As sugestões dos respondentes de tornar possível a internalização de ordens não foi acatada pela CVM. A autarquia se mostrou cautelosa em tratar do tema, afirmando que a análise da matéria é complexa e os resultados da experiência com o mecanismo RLP ainda seriam levados em consideração nesta análise.
14/07/2022	087/2022-PRE - Ofício Circular	O Ofício se refere ao volume limite da utilização das Ofertas RLP pelos intermediários. De acordo com o Ofício, se respeitadas as condições, o participante que exceder em determinado mês o volume permitido de negociação para determinado ativo, não precisará compensar seu excesso no mês subsequente, como havia sido estabelecido.
31/01/2023	Nota pública	Com o fim do período de testes previsto para 31/01/2023, a SMI, apesar de reconhecer a necessidade de deliberação do Colegiado, comunicou que as ofertas RLP seguirão sendo oferecidas pela B3, nas mesmas condições, até nova decisão. Temos então, um quinto período de testes, este sem data específica de término.
10/08/2023	139/2023-PRE Ofício Circular	O ofício comunicou sobre as alterações no Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3 referentes a Oferta RLP, que entraram em vigor em 14/08/2023.



## III.2. Problema regulatório

### III.2.1 – Definições

A análise do problema regulatório em tela não poderia ser feita sem o estabelecimento de algumas definições e premissas chave, as quais permearão o documento, com o objetivo de evitar discussões meramente semânticas.

A definição mais importante, sem dúvidas, é a do próprio conceito de internalização de ordens. Com embasamento na discussão promovida por reguladores, regulados e acadêmicos, pode-se definir com alguma segurança, para os propósitos desta análise, internalização de ordens como **a interposição, por parte de um intermediário de valores mobiliários<sup>34</sup>, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços.**

Ou seja, consiste numa situação na qual o intermediário busca executar negócios com contrapartes distintas, simultaneamente ou não, com ou sem tomada de risco de principal, objetivando para si alguma vantagem econômica, situação essa também distinta da mera atuação como agente intermediário e direcionador de ordens, num contexto de obtenção da melhor execução ao cliente<sup>35</sup>.

Ressalta-se que tal definição é genérica o suficiente para compreender diversos tipos de atuação internalizadora, englobando situações com ou sem transparência informacional, e execuções de ordem dentro e fora de sistemas próprios do intermediário.

Essa definição genérica, conforme veremos, é compatível com a experiência internacional de internalização de ordens, a qual demonstra toda essa variedade. Disso decorrem as seguintes premissas:

- Internalização de ordens não necessariamente equivale a negociações sem transparência pré-negociação ou “opacas” (“dark-trading”). Ou seja, existe “dark-trading” não internalizado<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> No contexto internacional um “broker-dealer”, ou no contexto brasileiro, uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

<sup>35</sup> Ver, por exemplo, AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 331: Dark liquidity and high-frequency trading, p. 53–54., DEVANI, Baiju; ANDERSON, Lisa; ZHANG, Yifan, Impact of the Dark Rule Amendments, p. 9.

<sup>36</sup> Conforme veremos adiante, o arcabouço normativo vigente não favorece a competição entre ambientes de negociação de tipos distintos, porém por razões não necessariamente ligadas à fragmentação de liquidez *per se*.



- Internalização de ordens não necessariamente é executada em ambientes de negociação alternativos (“ATS” ou sistemas próprios dos intermediários), distintos de mercados organizados de bolsa autorregulados.
- Sendo assim, a internalização de ordens não necessariamente é realizada em ambientes de negociação alternativos e sem transparência (como “dark pools”)<sup>37</sup>.

Ou seja, conforme veremos, existem mecanismos de internalização de ordens que utilizam mercados de bolsa autorregulados e transparentes. Além disso, existe negociação transparente e não internalizada em ambientes de negociação alternativos.

Além disso, não necessariamente a internalização de ordens implica em fragmentação de liquidez em mais de um ambiente de negociação, mesmo que consista numa modalidade de negociação distinta nos ambientes tradicionais estabelecidos. É conceitualmente possível (como é o caso brasileiro atual do “RLP”) que haja internalização de ordens num mercado organizado de bolsa monopolista na jurisdição, muito embora a tendência internacional seja a de fragmentação da liquidez em ambientes de negociação de tipo distinto.

Por fim, este relatório não considera a fragmentação de liquidez em mais de um ambiente de negociação do mesmo tipo como um problema regulatório *per se*. É natural que haja competição para fornecer aos investidores os serviços de infraestrutura de negociação de valores mobiliários, competição essa sujeita às preferências dos investidores e fatores específicos do mercado em questão para despontar. Ademais, tal possibilidade já é prevista no arcabouço normativo vigente.

### III.2.2 – Seleção adversa

Na ausência de legislação ou regulação restritiva, uma das razões pelas quais existem incentivos para internalização de ordens é a possibilidade de seu uso na segmentação de ordens com perfil de risco distinto.

Conforme literatura clássica<sup>38</sup>, num mercado de agentes heterogêneos, onde existem perfis distintos de conhecimento acerca do ativo negociado, é racional considerar uma probabilidade maior que zero de encontrar uma contraparte mais

---

<sup>37</sup> Por exemplo: “dark trading is a broad term that can include: (i) trading in dark pools (automated non-transparent trading venues), (ii) non-transparent order types on lit exchanges that interact with lit order flow, and (iii) internalization of order flow by brokers acting as principals”. Ver: FOLEY, Sean; PUTNIŅŠ, Tālis J., Should we be afraid of the dark? Dark trading and market quality, **Journal of Financial Economics**, v. 122, n. 3, p. 456–481, 2016, p. 4.

<sup>38</sup> Para uma referência, ver: AKERLOF, George A., The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488, 1970.



bem informada numa negociação. No jargão, fala-se que há probabilidade de seleção adversa.

Por sua vez, o risco de negócio com uma contraparte mais bem informada consiste numa maior probabilidade de impacto adverso nos preços futuros, a saber, uma queda de preços após uma operação de compra ou uma alta de preços após uma operação de venda. Isso representa uma elevação do risco de manutenção do ativo em estoque e uma maior probabilidade de uma operação de duas vias (compra e posterior revenda ou vice-versa) com uma lucratividade menor do que a imaginada.

Um dos possíveis mecanismos de defesa contra essa situação é aplicar um “desconto” nas ofertas de compra e pedidas de venda para um ativo. Ou seja, oferecer preços de compra (“bid”) menores e cobrar preços de venda (“ask”) maiores, como tentativa de compensar a probabilidade esperada de seleção adversa. Em outras palavras, há uma abertura de “spread” em relação a uma situação em que há baixa probabilidade esperada de encontrar uma contraparte mais bem informada<sup>39</sup>.

No âmbito do mercado de valores mobiliários, é notória a identificação de perfis distintos dentre aqueles que negociam nos mercados secundários. Um perfil clássico é o chamado “investidor de varejo”, tradicionalmente menos informado acerca dos ativos, e que para uma determinada janela de tempo tende a demonstrar um fluxo agregado balanceado (“simétrico”) entre compradores e vendedores.

Outro perfil clássico é o dos investidores “institucionais”, normalmente mais profissionalizados, sofisticados e informados acerca dos ativos<sup>40</sup>. Em decorrência disso, é possível que para esse grupo haja fluxo desbalanceado (“assimétrico”) numa janela de tempo qualquer.

Com a interação entre tais perfis num ambiente de negociação, deduz-se que a abertura de spread será menor do que a abertura de spread num ambiente sem interação – o perfil menos informado (“varejo”), menos direcional, irá fornecer liquidez para o perfil informado (“institucional”), mais direcional.

Em outras palavras, conclui-se que em ambientes segregados por perfil, haverá maior abertura relativa de spread no ambiente com maior probabilidade de encontrar contrapartes mais bem informadas (ambiente “institucional”).

---

<sup>39</sup> CHARLES SCHWAB CORPORATION, Schwab Whitepaper: U.S. Equity Market Structure - Order Routing Practices, Considerations, and Opportunities, p. 7.

<sup>40</sup> Informados no sentido de munidos de melhor informação pública e material de análise, ou ainda de informação não-material não-pública, conjuntos permitidos por regulação e lei. Não consideramos aqui informação material não-pública, a qual pode levar acusações de “insider-trading” e manipulação de mercado, e que deveria ser objeto de *disclosure* pela companhia emissora dos valores mobiliários negociados caso pertinente.



Sendo assim, nota-se que na ausência de regulamentação contrária, do ponto de vista de um intermediário “dealer”, é teoricamente interessante segmentar perfis de ordens e internalizar apenas aquelas do perfil “varejo”, onde há menor chance de seleção adversa<sup>41</sup>. Isso porque em tal seara seria possível obter ganhos através de captura de spread devido à menor probabilidade de impactos adversos de preço, movimento esse que **em tese** também seria benéfico ao investidor de varejo<sup>42</sup>. Na literatura especializada, esse comportamento é chamado de “cream skimming”<sup>43</sup>.

No entanto, há de se notar a possível emergência de uma externalidade negativa: o consequente esvaziamento de liquidez dos ambientes onde há prevalência do perfil “institucional”, ali resultando em métricas de liquidez deterioradas<sup>44</sup>. Ordens de varejo que competiriam para encontrar o melhor cruzamento em todos os ambientes possíveis acabam “isoladas” nos ambientes de internalização, dependendo dos preços formados nos ambientes competitivos, estes agora quase que exclusivamente frequentados pelo perfil “institucional”.

Associada à externalidade acima, há ainda a frequente alegação de uma deterioração na qualidade do processo de formação de preços com o aumento da internalização,

---

<sup>41</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 195–196.

<sup>42</sup> A lógica teórica seria a de que os internalizadores competiriam pelas ordens de varejo, tendendo a fornecer aos clientes de “varejo” uma melhoria de preço significativa em relação ao preço visível nos ambientes “institucionais”, proporcional à redução de risco de seleção adversa. O resultado do processo aos investidores de “varejo” corresponderia então a um spread mais baixo do que o spread obtível num ambiente sem segregação de perfis de fluxo. Por exemplo, num ambiente hipotético misto, o spread inicial seria de 10.01 – 10.05, ou 0.04. Internalizadores segregariam e capturariam fluxo de varejo, interpondo-se a vendedores e compradores respectivamente, oferecendo valores de compra a 10.02 e venda a 10.04 (fechando o spread para apenas 0.02 e buscando obter lucro de 0.02 por cada operação de duas vias concluída com sucesso, em troca do risco de impacto de preço adverso). Com o esvaziamento de fluxo do ambiente “institucional”, o spread final hipotético nesse último seria então de 10.00 - 10.06, acima do inicial.

<sup>43</sup> Ver, por exemplo, GENARO, Alan; SAFFI, Pedro A. C., Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil: Impact on Market Quality), **SSRN Electronic Journal**, 2021, p. 4., HAGSTRÖMER, Björn, Market Fragmentation in Europe, **SSRN Electronic Journal**, 2022, p. 17.

<sup>44</sup> Considerando uma situação em que haja segmentação dentro de um determinado ambiente de negociação, ao invés de segmentação entre ambientes distintos, haveria alguma piora em métricas de liquidez (por exemplo, velocidade de execução) para um determinado perfil de fluxo dentro daquele ambiente. Ademais, outra externalidade negativa é mencionada pela literatura a esse respeito: o envio de ordens para plataformas de internalização sem que haja melhoria de preço pode ser utilizada como uma ferramenta para escape da tradicional prioridade “preço-tempo” praticada nos mercados organizados de bolsa tradicionais. Ver: FOLEY, Sean; PUTNIŅŠ, Tālis J., Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?”, p. 28. Há ainda uma hipótese de uso de plataformas de internalização para escape da fila de prioridade quando o spread nas bolsas está fechado e há oferta de melhoria de preço abaixo do “tick-size” por parte dos internalizadores. Ver: ARAMIAN, Fatemeh; NORDÉN, Lars L., Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers, **European Financial Management**, p. eufm.12430, 2023, p. 19.



no sentido de que ao serem reduzidas a lucratividade e em consequência os incentivos para se tornar um investidor informado, há uma piora generalizada no grau de informatividade dos preços nos mercados com prevalência “institucional”, estes utilizados como parâmetro nas operações internalizadas<sup>45</sup>.

Existe uma literatura empírica compreensiva acerca da mensuração dos impactos da seleção adversa introduzida pela internalização de ordens, enquanto estratégia de segmentação de perfis. Tal literatura abarca tanto análises de reguladores, no seu contexto de AIR/ARR, quanto análises acadêmicas e de players de mercado, todas elas com seus inerentes vieses.

Elas diferem em diversos aspectos, como jurisdições e métricas analisadas, fontes de dados e metodologia, além de conclusões. Nem sempre os estudos são 100% sobre internalização de ordens, estando de alguma maneira vinculados também a questão de negociações sem transparência pré-negociação (“dark trading”). Segue adiante comentários acerca de alguns trabalhos, sem a pretensão de sermos extensivos.

---

<sup>45</sup> COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J., Dark trading and price discovery, **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 70–92, 2015, p. 83. Há, no entanto, correntes de literatura as quais postulam que a segmentação pode auxiliar a formação de preços a partir do momento em que melhora o perfil informacional dos agentes que atuam na formação dos preços de referência utilizados pelo perfil “não informado. Ver: OXERA CONSULTING LLP, **Primary and secondary equity markets in the EU: final report**, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020, p. 171., AQUILINA, Matteo *et al*, Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading, p. 27.



**Tabela 2 – Comparativo em ordem cronológica de literatura relacionada a análise do problema regulatório de segmentação e seleção adversa, no contexto de internalização de ordens e negociações sem transparência pré-negociação (“dark trading”)**

Item	#1/12 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012) <sup>46</sup>	# 2/12 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014) <sup>47</sup>	# 3/12 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015) <sup>48</sup>	# 4/12 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) <sup>49</sup>
<b>Objetivos</b>	Trata-se de um artigo com múltiplos objetivos, dentre os quais uma compreensão qualitativa do ambiente regulatório dos EUA (p.2-4) e uma análise empírica associando o nível de negociação internalizada a métricas de qualidade de execução e liquidez de mercado (p.51).	O objetivo do trabalho é analisar os impactos das alterações normativas no Canadá e Austrália, as quais impuseram requerimentos de melhoria de preço às negociações opacas, incluso a internalização propriamente dita. Impactos sobre métricas de negociação, submissão de ordens e qualidade de formação de preços foram consideradas (p.40).	A IIROC conduziu uma ARR para analisar os impactos das alterações de 2015 sobre as regras da UMIR, que restringiram a internalização de ordens e as negociações sem transparência pré-negociação (p.4).	O paper busca analisar efeitos do nível e tipos (grandes lotes e pequenos lotes) de negociações sem transparência pré-negociação sobre o processo de formação de preços. Busca também compreender locais de execução associados aos tipos de negociação. (p.70).
<b>Metodologia</b>	1 - Regressão com variáveis dependentes de qualidade de execução e liquidez, variáveis independentes de proporção de volume financeiro internalizado, além de variáveis de controle (p.51-52). Nota-se que o modelo especificado é não linear, contendo o quadrado de variáveis independentes (p.53).  2 – Um modelo de método dos momentos generalizado (GMM) foi utilizado com as variáveis independentes defasadas, para garantir robustez aos resultados (p.55).	1 – Regressão linear, onde as métricas são variáveis dependentes de variáveis de efeitos fixos, de variáveis de controle dos mercados analisados, variável de controle de mercados pares e <i>dummy</i> de período. Dentre as variáveis de controle, temos o volume total negociado, a volatilidade intradiária, a percentagem do tempo em que o spread se encontrava mínimo. <sup>50</sup> (p.20).  2 – Regressão linear, onde as médias das diferenças pré e pós evento das métricas de liquidez para cada ação são variáveis dependentes das médias das diferenças das métricas de negociação e das médias das diferenças das variáveis de controle (p.20-21).	Estudo estatístico de eventos (pré x pós evento) e regressão linear de duas etapas (p.20).	1 - Regressões lineares em painel com método de efeitos fixos e variáveis de controle, e método de duas etapas com variáveis instrumentais (p.75, p.80, p.84-85).  2 – Sistemas de autorregressões vetoriais (p.79)

<sup>46</sup> RHODRI G. PREECE, Dark pools, internalization, and equity market quality, **Position Paper**, p. 86, 2012.

<sup>47</sup> SEAN FOLEY; TĀLIS J. PUTNIŅŠ, Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?”. Ressalta-se que esse paper foi comissionado pelo CFA Institute. Conclusões similares foram obtidas num paper subsequente, publicado em periódico acadêmico: FOLEY; PUTNIŅŠ, Should we be afraid of the dark?

<sup>48</sup> DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments.

<sup>49</sup> COMERTON-FORDE; PUTNIŅŠ, Dark trading and price discovery.

<sup>50</sup> Um spread de apenas um “tick-size” encoraja negociações internalizadas na medida em que possa ser possível negociar com frações do “tick-size”. Ver: FOLEY; PUTNIŅŠ, Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?”, p. 23.



Item	#1/12 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012) <sup>46</sup>	# 2/12 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014) <sup>47</sup>	# 3/12 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015) <sup>48</sup>	# 4/12 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) <sup>49</sup>
<b>Dados utilizados</b>	Amostra de 450 ações listadas nos EUA, de 2009 ao final de 2011, estratificada por capitalização de mercado e previamente depurada de outliers (p.39-40).	Amostra de dados públicos e proprietários de negociação e dados públicos de cotações com ações que compuseram os índices australianos (ASX 200) e canadenses (TSX Composite) de 9 meses antes e 9 meses depois de alterações regulatórias que introduziram requerimentos de melhoria de preço em negociações opacas. (p.16-17).  Uso de dados públicos de cotações e negociações de mercados americanos e neozelandeses para formação de grupo de controle, via pareamento de ações similares em preço e volume (p.18).	Dados de ordens e negociações enviados diretamente ao autorregulador por feed dedicado (p.11).	Dados de negociação no grupo australiano ASX, para ações large cap entre 2008-2011 (p.74).
<b>Métricas analisadas</b>	1 - Variáveis de liquidez como spreads nominais e relativos, ponderados por tempo, profundidade de livro ponderada por tempo, volume financeiro, número de negócios. (p.40-41)  2 - Volatilidade realizada, índice de atualização de preços, capitalização de mercado, volume negociado fora de bolsa, dentre outras variáveis de controle (p.40-41).	1 – Métricas de negociação: market-share dos diversos ambientes de negociação, proporção de negociações opacas realizadas aos intervalos entre o midpoint e NBBO (p.19).  2- Estratégias de submissão de ordens: tamanho de ordens nos diversos ambientes de negociação, razão entre submissão de ordens e número de negócios ou volume negociado, razão entre submissão de ordens limite e volume negociado, razão entre profundidade visível e volume negociado, razão entre ordens internalizadas e volume total negociado, frequência de uso de ordens “ping” (p.19).  3 – Liquidez: spreads cotados, realizados e efetivos, profundidade de livro às melhores cotações e impacto de preço pós cinco minutos (p. 20).	1 – Profundidade de livro cotada como variável de liquidez em mercados com transparência (p.5).  2 – Autocorrelação de retornos, como variável associada à eficiência informacional (p.5). Amostras de 10, 30 e 60 segundos para equities (p.20).  3 – Desvio padrão como variável associada à volatilidade realizada (p.21).  4 – Spreads efetivos, realizados e ponderados por tempo como variáveis associadas a qualidade de execução (p.5).	1 - A variável dependente consiste em métricas diárias de descoberta de preço (p.75). Especificamente, utiliza-se mudanças permanentes de preço no curto prazo (após 60 segundos de movimentos cumulativos de compra e venda), medidas em basis points, em cada tipo de mercado (p.78-79).  2 – Utiliza-se o coeficiente ILS (“Information Leadership Share”), citado na bibliografia como variável dependente de alterações na proporção de negociações visíveis e opacas, além de outras variáveis.  3 – Métricas de eficiência informacional, tais como autocorrelação de retornos de midquote de curtíssimo prazo, variância excessiva, previsibilidade de retornos de curto prazo com base em retornos passados.



Item	#1/12 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012) <sup>46</sup>	# 2/12 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014) <sup>47</sup>	# 3/12 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015) <sup>48</sup>	# 4/12 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) <sup>49</sup>
<b>Conclusões</b>	<p>1 – Os resultados da regressão mostram coeficientes conforme a teoria previamente exposta. Aumentos na proporção de volume internalizado inicialmente reduzem os spreads nos mercados de livro de ordem, porém após um limite (variando de 13% a 45% a depender da capitalização de mercado) a concavidade do termo quadrático domina e o spread eleva-se (p.56-59). Spreads elevam-se conforme a volatilidade aumenta (p.54-55).</p>	<p>1 – Consistente com objetivos regulatórios pretendidos, houve redução no volume de negociação opaca (inclusive internalização propriamente dita) na Austrália e Canadá. No entanto, a imposição de melhoria de preço mandatória levou a uma migração de liquidez de ambientes com pior índice de melhoria de preço em direção àqueles com melhor (p.3-5, p.23-25 e p.32).</p> <p>2 – As negociações opacas passaram a ser majoritariamente executadas ao midpoint, devido às restrições de tick-size do spread. Os autores indicam que o requerimento de negociação ao midpoint impede um mercado de dois lados<sup>51</sup>, no qual há liquidez opaca próxima ao “bid” e ao “ask” (p.4 e p.25).</p> <p>3 – Os autores não identificaram melhoria na tendência de fornecimento de liquidez nos mercados visíveis, mensuradas pela razão entre ordens submetidas e volume negociado ou profundidade visível e volume negociado.</p> <p>Os spreads nos mercados visíveis teriam subido, mesmo ajustados por variáveis de controle, mostrando alta da seleção adversa, devido a necessidade e melhoria de preço e conseqüente aumento das negociações ao midpoint (p.4, p.28-29, p.33-35 e p.38).</p> <p>4 – Os resultados de piora nos spreads teriam sido mais evidentes nas ações em que o spread passou mais tempo estrangido (igual a um tick-size), forçando melhoria de preço ao midpoint (p.39-40).</p>	<p>1 – Conforme esperado, houve redução no volume de “dark trading” (p.4). Houve redução de internalização sob a forma de “unintentional cross” (chamada de “market met internalization” no estudo, p.21-22).</p> <p>2 – Houve aumento da liquidez em mercados visíveis, ao NBBO, sob a forma de maior profundidade de livro (p.5).</p> <p>3 – O perfil de varejo como um todo não foi impactado por maiores spreads, porém houve aumento de spreads para investidores de varejo considerados “ativos” (p.5), os quais compunham 2/3 do volume (p.20).</p> <p>4 – Redução na eficiência informacional para equities, porém não para ETF (p.5).</p> <p>5 – Não houve alterações na volatilidade (p.5).</p>	<p>1 – Negociações sem transparência pré-negociação tendem a ser menos informadas (p.70, p.81, p.83). A estimativa de menor impacto de preço de curto prazo e menor abertura de spreads seria evidência nesse sentido (p.79).</p> <p>2 – Aumento de spreads em mercados visíveis, podendo reduzir custos de obtenção de informação e a eficiência informacional dos preços (p.70, p.79).</p> <p>3 – Negociações sem transparência pré-negociação possuem contribuições marginais decrescentes ao processo de formação de preço, conforme sua fração global sobe (p.70, p.80).</p> <p>4 – Valores de “dark-trading” abaixo de 10% do volume total de negociação são benignos para a formação de preço (p.70-71, p.80, p.88).</p> <p>5 – Aumento no nível de negociação opaca comum (exceto grandes lotes) é correlacionado com uma deterioração nas métricas de eficiência informacional dos preços (p.84-85)</p>

<sup>51</sup> Os mesmos autores, no trabalho subsequente, expandem a hipótese, no sentido de que se não há possibilidade de oferecer valores distintos do midpoint, e não há liquidez internalizada suficiente para comprar ou vender ao midpoint, o fluxo tende a ir aos mercados visíveis, podendo elevar os spreads no caso de fluxo informado. Ver: FOLEY; PUTNİŃŠ, Should we be afraid of the dark?, p. 4–5.



Item	# 5/12 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia – Holanda – 2015) <sup>52</sup>	# 6/12 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador – Reino Unido – 2017) <sup>53</sup>	# 7/12 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) <sup>54</sup>	# 8/12 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021) <sup>55</sup>
<b>Objetivos</b>	<p>O paper busca investigar efeitos da fragmentação de negociação em diferentes tipos de ambientes sobre métricas de qualidade de mercado. Busca ainda verificar se os efeitos da fragmentação são homogêneos no que tange classes de investidores contendo ou não restrições de ambiente de negociação (p.1588).</p> <p>O estudo ainda busca diferenciar tipos distintos de negociação opaca, como negociações de grandes lotes e internalização abaixo de grandes lotes (p.1590)</p>	<p>Este estudo analisa o impacto da negociação opaca na qualidade do mercado no Reino Unido, abrangendo as principais bolsas e MTFs do Reino Unido (pg. 5).</p>	<p>Analisar empiricamente e simular os efeitos das negociações opacas na qualidade e eficiência do mercado de ações de Cingapura.</p> <p>O estudo busca investigar se o aumento do volume de negociações opacas afeta a qualidade de execução e a eficiência do mercado, bem como avaliar se esses efeitos variam em diferentes grupos de capitalização de mercado</p> <p>Vale sublinhar que em Cingapura, a negociação opaca permitida é apenas a de grandes lotes, deve contar com transparência pós-negociação a um feed de bolsa e constituía cerca de 8% do volume financeiro total quando da elaboração do estudo (p.1-2).</p>	<p>1 – Análise comparativa dos NBBOs obtidos pelas fitas consolidadas versus NBBOs obtidos diretamente via feeds proprietários, considerando diferenças de resolução (escala de segundos versus milissegundos) (p.3).</p> <p>2 – Análise comparativa das contribuições informacionais das ofertas de bolsas de listagem primária versus demais bolsas, considerando diferenças de resolução (escala de segundos versus milissegundos) (p.3).</p> <p>3 – Análise comparativa das contribuições informacionais das cotações públicas versus negociações com e sem transparência pré-negociação, considerando diferenças de resolução (escala de segundos versus milissegundos) (p.3).</p>

<sup>52</sup> DEGRYSE, Hans; DE JONG, Frank; KERVEL, Vincent Van, The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality, **Review of Finance**, v. 19, n. 4, p. 1587–1622, 2015.

<sup>53</sup> AQUILINA *et al*, Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading.

<sup>54</sup> CHIOH, Wenn Sheng *et al*, Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market.

<sup>55</sup> HASBROUCK, Joel, Price Discovery in High Resolution, **Journal of Financial Econometrics**, v. 19, n. 3, p. 395–430, 2021.



Item	# 5/12 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia – Holanda – 2015) <sup>52</sup>	# 6/12 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador – Reino Unido – 2017) <sup>53</sup>	# 7/12 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) <sup>54</sup>	# 8/12 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021) <sup>55</sup>
<b>Metodologia</b>	<p>1 – Regressão linear de duas etapas com variáveis instrumentais. A primeira etapa considera a fragmentação visível e seu quadrado, bem como o nível de negociação opaca como dependentes de um vetor de variáveis instrumentais e de controle. A segunda etapa considera as métricas de liquidez como dependentes das variáveis de fragmentação construídas anteriormente, além de efeitos fixos de trimestre e variáveis de controle (p.1605).</p> <p>As variáveis de controle incluem a liquidez média de ações do mesmo grupo, volatilidade, nível de preço, volume financeiro e proxy para atividade de HFT (p.1605).</p> <p>As variáveis instrumentais consistem nas métricas de fragmentação visível e nível de negociação opaca para a média das demais ações (p.1606)</p> <p>Por fim, há uma variação na especificação para segregar operações opacas com grandes lotes das demais operações opacas (p.1614).</p>	<p>1 – Regressão linear de duas etapas com variáveis instrumentais com variáveis de controle. A média da fração do volume financeiro opaco e fora de bolsa para as demais ações no mesmo decil como instrumentos válidos para as contrapartes de cada ação, ao passo que as métricas de liquidez foram variáveis dependentes.</p> <p>As variáveis de controle incluem a capitalização de mercado, ticket médio de negócios, volume financeiro, spread efetivo e termo quadrático para negociações opacas. (p.14-15)</p> <p>2 – Especificação de regressão em painel com método dos momentos generalizados, utilizando técnica de uso do resíduo da regressão das frações do volume financeiro opaco e fora de bolsa contra as médias acima (e variáveis de controle) como variáveis instrumentais (p.15).</p>	<p>1 - Estatísticas descritivas mensais, dados os quais foram obtidos em uma base do tipo transversal. Aplicação do método LOESS (Local Regression Smoothing) para decompor a série temporal em componentes sazonais, de tendência e irregulares, para identificar padrões ao longo do tempo (p.3)</p> <p>2 - Foi utilizada regressões em painéis com variáveis fixas para o tempo (<math>t</math>) e ações individuais (<math>i</math>). Para garantir a consistência dos resultados, foram realizadas 4 regressões com diferentes mensurações para a variável dependente liquidez visível. Além disso, foi incluída a segmentação do conjunto de dados em cinco grupos de capitalização de mercado para investigar os efeitos das negociações opacas em ações de diferentes tamanhos de capitalização (p.5-6).</p> <p>3 - Utilização de regressão, similares ao modelo (1), as quais foram modeladas em relação às variáveis dummy que representam diferentes níveis de negociação opaca. Ela incorpora variáveis dummy ou binárias para categorizar o nível de negociação opaca de uma ação em intervalos específicos, permitindo a análise dos efeitos não lineares da negociação obscura na liquidez visível (lit liquidity) (p.6).</p> <p>4 - Simulação para avaliar o impacto das negociações opacas na eficiência do mercado, especialmente para ações de pequena a média capitalização de mercado. Foi utilizado modelos de simulação baseados em agentes (ABM), que variam os níveis de negociação opaca para simular a operação simultânea de um livro de ordens de negociação opaca com um</p>	<p>Uso de técnicas de séries temporais, tais como vetores autorregressivos (VAR) e modelos de correção de erro vetorial (VECM). O autor utiliza um vetor de séries temporais de preços de ativos onde se assume que a primeira diferença possui estacionariedade de covariância (p.3-5).</p>



Item	# 5/12 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia – Holanda – 2015) <sup>52</sup>	# 6/12 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador – Reino Unido – 2017) <sup>53</sup>	# 7/12 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) <sup>54</sup>	# 8/12 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021) <sup>55</sup>
<b>Metodologia (cont.)</b>			livro de ordens limite central (p.7).	
<b>Dados utilizados</b>	<p>Dados de negociação, cotações e profundidade de ações large-cap e mid-cap holandesas após introdução de fragmentação, de 2007 a 2009 (p.1589-1590, p.1593). Os dados de negociação opaca não possuem a informação de local de negociação nem de profundidade (p.1595).</p> <p>Os autores constroem livros de ordens com 10 níveis de profundidade a cada minuto, obtendo livros específicos por ambientes de negociação e um livro global (p.1598).</p>	<p>Dados de ações do índice FTSE 350. Os dados cobrem o período de 1º de junho de 2010 a 30 de junho de 2015, excluindo horários de leilão de abertura e fechamento. Os pesquisadores ainda utilizaram dados de quatro principais mercados (LSE, BATS Europe, Chi-X Europe e Turquoise) e dois conjuntos de dados intradiários da Thomson Reuters Tick History (p.11).</p>	<p>Uma combinação de dados diários do livro de ofertas e dados de negociações obtidos na SGX.</p> <p>A amostra contou com 706 ações únicas, as quais estão em diversas categorias de capitalização de mercado, durante o período de janeiro a dezembro de 2016 (p.3).</p>	<p>O estudo utiliza dados das ações da IBM e da NVIDEA, de 3/10/2016 a 11/11/2016, oriundos de uma base de dados da NYSE (p.10).</p>



Item	# 5/12 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia – Holanda – 2015) <sup>52</sup>	# 6/12 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador – Reino Unido – 2017) <sup>53</sup>	# 7/12 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) <sup>54</sup>	# 8/12 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021) <sup>55</sup>
<b>Métricas analisadas</b>	<p>1 – Profundidade de livro, parametrizada por distância do midpoint (p.1598).</p> <p>2 – Dados de spreads cotados ponderados por tempo, e spreads efetivos ponderados por volume, além de spreads realizados e impacto de preço (p.1600)</p> <p>As métricas de spread efetivo nos mercados opacos foram calculadas através de uma modelagem que busca reduzir o viés introduzido pelo fato de que o spread apenas se manifesta quando há negociação (p.1590).</p> <p>3 – Métrica de Herfindahl (HHI) como proxy da fragmentação visível e a percentagem dos volumes de negociação opaca em relação ao total (p.1602).</p>	<p>1 – Spreads efetivos como proxies de liquidez (p.14).</p> <p>2 – Métricas de “Probabilidade de Negociação Informada” e “Probabilidade de Negociação Informada Sincronizada por Volume” (PIN e VPIN) como proxies de seleção adversa (p.14).</p> <p>3 – Indicador de “Incidência de Atualização de Cotações” como proxy de transparência (p.14).</p>	<p>1 – Spreads, medida de Amihud modificada, volume financeiro e profundidade de mercado (p.5-6)</p> <p>2 – Índice de Eficiência de Mercado, a qual foi mensurada agregando os excedentes (em relação às curvas de oferta e demanda simuladas) durante cada negociação simulada em relação ao excedente teórico máximo, liquidez e convergência de preços (p.23-24).</p>	<p>Uso da métrica “Information Share” (IS) para atribuir proporções da variância do termo aleatório da série temporal a inovações de preço em um dado mercado (p.5). A métrica, segundo o autor, busca mensurar em que mercados há mais inovações de preço, não quais os “melhores” preços segundo algum critério <sup>56</sup>.</p>
<b>Conclusões</b>	<p>1 – Um aumento no nível de negociação opaca reduziria a liquidez agregada do mercado fragmentado, com base na profundidade de livro e spreads (p.1590-1591, p.1609, p.1611). Ou seja, os efeitos iriam além de deslocamento de liquidez para redução generalizada da liquidez (p.1591). Importante também que tais efeitos seriam mais pronunciados para os primeiros níveis de profundidade (p.1609).</p> <p>Em complemento, a o a elevação nos níveis de negociação opaca seriam fator de elevação nas métricas de impacto de preço, denotando maior seleção adversa nos mercados visíveis (p.1611).</p> <p>O paper ainda fornece alguma evidência que a negociação opaca que</p>	<p>1 - Em linhas gerais, a negociação opaca elevaria as métricas de qualidade do mercado como um todo até o limiar de 15% (p.18).</p> <p>2 – O mesmo limiar de 15% seria válido para as métricas de seleção adversa e transparência, ou seja, após tais limiares o efeito da negociação opaca seria desfavorável (p.20-21).</p>	<p>1 - Relação positiva entre as negociações opacas e liquidez visível, ou seja, o aumento da negociação opaca traria maior liquidez visível por meio de externalidade positiva. A maioria dos coeficientes DARK é positiva e estatisticamente significativa para as variáveis de liquidez, como taxa de liquidez, valor negociado no mercado visível e profundidade de mercado (p.8-9 e p.13).</p> <p>2 - As ações com capitalização de mercado menor experimentam, em média, aumentos maiores na liquidez no mercado visível à medida que as negociações opacas aumentam (p.9).</p> <p>3 - O spread não é prejudicado até um ponto de inflexão de 25% de participação em negociações opacas, após</p>	<p>1 – Em alta resolução, o conteúdo informacional dos feeds diretos seria dominante (p.3 e p.15).</p> <p>2 - Em alta resolução, o conteúdo informacional das bolsas de listagem primária seria dominante (p.3 e p.21).</p> <p>3 - Em alta resolução, o conteúdo informacional das cotações públicas e negociações transparentes seriam dominantes, fornecendo, respectivamente, 65% e 35% da contribuição para a formação de preços (p.3 e p.23).</p>

<sup>56</sup> HASBROUCK, Joel, One Security, Many Markets: Determining the Contributions to Price Discovery, *The Journal of Finance*, v. 50, n. 4, p. 1175–1199, 1995, p. 10.



Item	# 5/12 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia – Holanda – 2015) <sup>52</sup>	# 6/12 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador – Reino Unido – 2017) <sup>53</sup>	# 7/12 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) <sup>54</sup>	# 8/12 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021) <sup>55</sup>
<b>Conclusões (cont.)</b>	<p>provocaria os efeitos negativos sobre a liquidez seria a de grandes lotes (p.1613)</p> <p>2 - A fragmentação visível, por sua vez, elevaria tais métricas de profundidade global, sendo mais pronunciado o efeito para profundidade em níveis próximos ao midpoint (p.1590-1591, p.1609, p.1611)</p> <p>3 – Investidores tendem a negociar mais nos mercados opacos conforme a liquidez dos mercados visíveis cai, com base nos spreads. (p.1591, p.1616)</p> <p>4 – O aumento da fragmentação visível reduz liquidez (com base na profundidade) no mercado de bolsa tradicional, a despeito de elevar a liquidez consolidada e no melhor ambiente de negociação disponível (p.1591).</p>		<p>isso, o spread aumenta significativamente, indicando fragmentação de liquidez (p.9-10). A relação entre negociações opacas, spread e profundidade de mercado é não linear (p.11).</p> <p>4 - O texto conclui falando sobre possíveis melhorias nas regulamentações, que seriam ajustar limites com base no perfil de liquidez ou capitalização de mercado de ações individuais e implementar um sistema de monitoramento para acompanhar mudanças na liquidez e fragmentação, com o propósito de fornecer dados de feedback para avaliações periódicas dos limites de negociações de grandes lotes (p.13).</p>	



Item	# 9/12 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia <sup>57</sup> , Brasil – 2021) <sup>58</sup>	# 10/12 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021) <sup>59</sup>	#11/12 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021) <sup>60</sup>	# 12/12 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) <sup>61</sup>
<b>Objetivos</b>	O estudo tem como objetivo “(i) descrever os acontecimentos que culminaram na autorização do regulador para que o paradigma de livro de negociação centralizado fosse alterado e (ii) avaliar empiricamente os resultados da adoção da oferta RLP nos minicontratos de dólar e índice, especificamente quanto a alterações na qualidade do mercado” (p.1).	O paper busca responder três perguntas:  1 – Quais os determinantes na escolha dos investidores entre dealers e bolsas?  2 – Quais os determinantes dos custos para negociação em dealers?  3 – Qual o perfil informacional que busca cada tipo de ambiente?  Nas duas primeiras perguntas, apenas dados de negociações de baixa monta foram analisadas, ao passo que negociações de grande monta foram inclusas na terceira. A escolha por uma análise entre SI versus bolsas se deu em face de requisitos de pré-transparência próximos, ao menos para as negociações de baixa monta. (p. 4, p.16, p.18, p.20-21, p.24).	O paper busca investigar os efeitos do perfil de negociação de firmas de HFT que atuam como SI sobre sua gestão interna de estoque de ativos, sobre sua atuação de fornecimento de liquidez em mercado de bolsa e sobre métricas de qualidade dos mercados (p.3).	Consiste numa AIR da SEC para a uma proposição de norma restritiva no que tange à internalização no mercado estadunidense. Sendo assim, é uma análise de caráter custo-benefício, onde busca-se aferir, dentre outros aspectos, a magnitude dos benefícios da internalização ao investidor final no cenário atual versus cenário prospectivo (p.1).

<sup>57</sup> Vale o *disclaimer* de que o estudo foi comissionado pela empresa Bolsa Brasil Balcão S.A, administradora de mercado organizado registrada na CVM.

<sup>58</sup> GENARO; SAFFI, Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil).

<sup>59</sup> ARAMIAN; NORDÉN, Costs and benefits of trading with stock dealers.

<sup>60</sup> ARAMIAN, Fatemeh; NORDÉN, Lars L., High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms, **SSRN Electronic Journal**, 2020.

<sup>61</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule).



Item	# 9/12 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia <sup>57</sup> , Brasil – 2021) <sup>58</sup>	# 10/12 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021) <sup>59</sup>	#11/12 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021) <sup>60</sup>	# 12/12 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) <sup>61</sup>
<b>Metodologia</b>	<p>1 – Análise descritiva e exploratória.</p> <p>2 – Regressão linear com e sem efeitos fixos diários, contendo métricas de qualidade de mercado como variáveis dependentes do nível de internalização, de um termo quadrático de nível de internalização e de um vetor de variáveis de controle, que consiste na volatilidade dos ativos na janela de 30 segundos (p.27-28).</p> <p>3 – Método de diferença-em-diferenças para a janela temporal de 10 dias úteis antes e depois do RLP, com efeitos fixos diários, contendo as variáveis de qualidade de mercado como dependentes de dummies de data, de ativo sujeito ao RLP (para comparação com os contratos padrão) e variável de controle (p.35-36).</p>	<p>1 – Análise descritiva dos dados</p> <p>2 – Regressão proibit de duas etapas para reduzir o viés de auto seleção. A variável dependente no modelo é uma dummy que escolhe o ambiente de negociação, ao passo que o spread, a profundidade de livro, o tamanho da negociação, a volatilidade e as dummies de restrição de tick-size e restrição do ativo pelo DVC europeu são variáveis independentes. Por fim, o lag temporal do último negócio e uma dummy representando o ambiente de negociação são variáveis instrumentais da primeira etapa (p.29-30).</p>	<p>1 – Regressão linear das métricas de fornecimento de liquidez passiva como variáveis dependentes do volume negociado pelas empresas HFT na condição de SI (p.30).</p> <p>2 – Regressão linear de duas etapas com variáveis instrumentais. A primeira etapa coloca a fração do volume negociado por SI numa determinada ação num dado dia como dependente da fração média no demais ativos e dias, da fração da ação do dia anterior e de variáveis de controle como volatilidade, restrição de “tick-size” e volume financeiro total. A segunda etapa considera as métricas de liquidez como dependentes da variável instrumental dependente construída anteriormente (p.32-34).</p>	<p>1 – Análise exploratória e descritiva da qualidade de execução de ordens de varejo em ambientes internalizados e ambientes de bolsa.</p> <p>2 – Regressão linear com a qualidade de execução de ordem dependente da quantidade de PFOF recebida por um broker-dealer e variáveis de controle (p.239-p.240)</p>
<b>Dados utilizados</b>	<p>Os dados utilizados no estudo foram fornecidos pela B3. São dados referentes ao período de 22/07/2019 e 19/08/2019 (10 dias úteis anteriores e posteriores à implementação da oferta RLP) (p.26).</p>	<p>Dados de cotações e negócios das 45 ações large-cap suecas com maior turnover diário em 2018. Os autores eliminam transações sem propósito de formação de preços, conforme regras da MIFID e transações fora de horário de funcionamento da bolsa sueca. Os autores criam uma “fita consolidada” e comparam dados de SI com dados de bolsas e MTFs nos quais há negociações com as mesmas ações (p.14-15).</p>	<p>Dados de cotações e negócios das 45 ações large-cap suecas com maior turnover diário em 2018. Utilizam dados da indústria para identificação do tipo de ambiente de negociação. (p.3-4)</p>	<p>A AIR é parcialmente municiada por dados públicos de qualidade de execução da “Rule 605” (padece de ausência de dados de negociação de pequena monta), para o primeiro trimestre de 2022 (p.214). Além disso, a análise utilizou dados regulatórios da “Consolidated Audit Trail - CAT”, conforme “Rule 613”, mais abrangente (p.220-222).</p>



Item	# 9/12 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia <sup>57</sup> , Brasil – 2021) <sup>58</sup>	# 10/12 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021) <sup>59</sup>	#11/12 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021) <sup>60</sup>	# 12/12 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) <sup>61</sup>
<b>Métricas analisadas</b>	<p>1 - Foram utilizadas cinco variáveis como medidas de qualidade de mercado (calculadas para cada intervalo de 30 segundos) durante o período de 22/07/2019 e 19/08/2019 (10 dias úteis anteriores e posteriores à implementação da oferta RLP).</p> <p>Essas variáveis foram: (i) o spread e (ii) a profundidade (ambos utilizando a média simples no instante de cada negócio efetuado dentro da janela de 30 segundos); (iii) o total de negócios efetuados; (iv) o total de ordens submetidas; e (v) o número de investidores com transações efetuadas.</p> <p>Além do cálculo das variáveis para todo o mercado, também foram consideradas as variáveis para três subgrupos específicos de investidores: de alta frequência (HFT), de varejo com ordens diretamente no livro (Oferta Livro) e de varejo com ordens utilizando a oferta RLP (p. 26).</p> <p>2 – Métrica de percentual de ordens internalizadas (p.27).</p>	<p>1 – Spreads efetivos em relação ao midpoint das bolsas (p.26).</p> <p>2 – Impacto de preço de 15 segundos, referente ao midpoint das bolsas (p.39).</p>	<p>1 – Métricas de gestão de estoque de ativos, como i) número de vezes em que a posição líquida muda de sinal; ii) proporção do estoque final sobre o volume negociado no dia; iii) proporção da posição absoluta máxima diária sobre o volume negociado no dia. Os estoques são assumidos como iniciando o dia zerados. (p.4, p.22)</p> <p>2 – Métricas de fornecimento de liquidez como volume passivo negociado em mercado de bolsa e fração de tal volume em relação ao total negociado em todos os mercados (p.5)</p> <p>3 – Métricas de liquidez em mercado de bolsa, tais como spreads cotados e profundidade, além dos spreads efetivos. (p.6, p.23)</p>	<p>1 – Métricas clássicas de qualidade de execução, tais como spreads efetivos, spreads realizados, E/Q ratio, percentagem de ordens executadas, melhoria de preço condicional (p.214). Houve tentativa de ajuste à rebates e PFOF pago, através de dados regulatórios (p.219 e p.223).</p>
<b>Conclusões</b>	<p>1 – Houve correlação do XP Facilitation e do RLP com melhoria das métricas de liquidez dos minicontratos de dólar e lbovespa (p.21-25).</p> <p>2 – No modelo com efeitos fixos, os spreads dos investidores de varejo seriam menores do que os spreads gerais de mercado, estes com relação de concavidade, elevando-se a partir do limiar de 20% de internalização (p.28).</p> <p>3 – No modelo sem efeitos fixos são parecidos para o período pós RLP, porém com uma relação mais côncava e com spreads</p>	<p>1 - Os agentes tendem a escolher os SIs quando os spreads estão mais abertos nas bolsas ou quando não há restrições de tick-size. Os spreads em ambos os ambientes de negociação estão positivamente correlacionados com a volatilidade realizada. O spread observado decai com o tamanho médio de negócio em ambos os ambientes (p.4, p.27-28, p.32).</p> <p>2 – Os SI praticam melhoria de preço sempre que não há restrição de tick-size nas bolsas. (p.4)</p>	<p>1 – A atuação como SI de uma firma de HFT reduz sua atividade de fornecimento de liquidez em mercado de bolsa. (p.5, p.30-31). As métricas de fornecimento de liquidez passiva em mercado de bolsa são menores para HFTs que atuam como SI em relação a pares (p.25).</p> <p>2 – A atividade de SI de um HFT reduz as métricas de liquidez visível nos mercados de bolsa (p.6, p.34-35). No entanto o custo de negociação, com base em spreads efetivos, se mantém inalterado (p.7).</p>	<p>1 – O modelo de internalização vigente nos EUA levaria a uma melhoria de preço sub-ótima aos investidores, não proporcional aos custos de seleção adversa (p.9-10).</p> <p>2 – No geral, conforme previsto por teoria, ordens à mercado (ou ordens limite com preços à mercado) internalizadas possuem algumas métricas de execução mais favoráveis, tais como E/Q e impacto de preços. No entanto, a SEC considera que a métrica de spreads realizados é maior para os internalizadores do que para os ambientes de bolsa, mesmo ajustado a</p>



Item	# 9/12 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia <sup>57</sup> , Brasil – 2021) <sup>58</sup>	# 10/12 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021) <sup>59</sup>	#11/12 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021) <sup>60</sup>	# 12/12 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) <sup>61</sup>
<b>Conclusões (cont.)</b>	<p>menores aos investidores de varejo no caso do minicontrato de dólar (p.28-29 e p.32).</p> <p>4 – No modelo de diferença-em-diferenças, para o minicontrato de dólar, não houve efeitos do RLP sobre os spreads, queda de até 20% da profundidade em primeiro nível e algum efeito positivo sobre outras variáveis de qualidade de mercado.</p> <p>No caso dos minicontratos de índice, os resultados são semelhantes, a despeito de uma queda economicamente irrelevante nos spreads (p.36).</p> <p>5 – Experimento placebo indicou resultados parecidos com os obtidos acima (p.44).</p> <p>6 - Não existem diferenças estatísticas na relação entre o percentual de ordens internalizadas e a rentabilidade dos distintos tipos de investidores, antes e depois da introdução da oferta RLP, para os minicontratos de dólar e índice (p.47).</p>	<p>3 - Ainda que o spread efetivo dos SIs tenda a ser o mesmo das bolsas, impacto de preço verificado nos SIs é menor, denotando segmentação de fluxo com menor seleção adversa (p.4 e p.40). Ainda no mesmo sentido, negociações de grande monta são mais frequentes nos SI, possuem melhoria de preço e menor impacto de preço do que contrapartes em bolsa (p.5)</p>		<p>PFOF e rebates, o que denota, em sua opinião, uma margem de lucro maior e uma falta de competitividade no âmbito da internalização (p.223-228).</p> <p>2 – Ajustando a PFOF e rebates, o diferencial de spread realizado é mais favorável aos internalizadores para spreads nominais cotados maiores, mostrando maiores dificuldades de lucratividade aos internalizadores em relação a bolsas em cenários de ações muito líquidas ou “tick-constrained” (p.230-231).</p> <p>3 – Há eficiência no processo de a segmentação de ordens dos internalizadores, com os mesmos internalizando ordens com spread realizado bem inferior às ordens redirecionadas, além de outras métricas de qualidade mais favoráveis (p. 233).</p> <p>4 – Regressão linear aponta pior qualidade de execução de internalizadores para ordens oriundas de broker-dealers que recebem PFOF e possuem maior risco de seleção adversa, medida por métrica de impacto de preço (p.239-242)</p> <p>5 – Em média, 49% da quantidades de ações negociadas por internalizadores possui melhoria de preço inferior ao midpoint. Desse montante, em média 75% poderiam sofrer melhoria de preço no mercado de bolsa, utilizando liquidez opaca constante no livro no momento do envio da ordem, em especial ordens opacas atreladas ao midpoint (p.273-277).</p> <p>6 – O relatório acredita que mesmo no cenário proposto, as corretoras não voltariam a cobrar corretagem com as</p>



Item	# 9/12 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia <sup>57</sup> , Brasil – 2021) <sup>58</sup>	# 10/12 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021) <sup>59</sup>	#11/12 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021) <sup>60</sup>	# 12/12 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) <sup>61</sup>
<b>Conclusões (cont.)</b>				restrições à internalização (p.293-295).  7 – O relatório recomenda a alteração de regra, estimando no cenário base benefícios aos investidores de varejo da ordem de até USD 1.5 bi ano, versus custos de implementação à indústria de USD 50 mi e recorrentes USD 2 mi ano. <sup>62</sup>

<sup>62</sup> Tal estudo da SEC sofreu críticas de diversos participantes da indústria. Por exemplo, a internalizadora Citadel Securities (STEPHEN JOHN BERGER, Re: Order Competition Rule (File No. S7-31-22).) critica a proposta nos seguintes eixos: i) a métrica de spreads realizados de curto prazo (ou seja, pós-negócio menos pré-negócio, implicando o resultado numa operação de duas pontas), na qual é baseada a estimativa de benefício, não é a ideal para a mensuração, ao não conseguir capturar o ganho real nas operações de saída – operações com o E/Q distintos podem gerar lucros semelhantes e spreads realizados distintos, a depender do real impacto de preço existente; ii) o volume financeiro negociado utilizado nas estimativas, ao extrapolar o primeiro trimestre de 2022 para o total do ano, inflou demasiadamente os benefícios; iii) a SEC inclui indevidamente volume internalizado a preços melhores que o midpoint (os quais, segundo a proposta de alteração normativa, não precisariam ser direcionadas aos leilões de ordens) para cálculo dos benefícios; iv) a estimativa de benefício, baseada na diferença de spread realizado na conjuntura atual, explicitamente não ajusta por PFOF, apenas por rebates recebidos por bolsas; v) os três pontos anteriores teriam inflado a estimativa de benefício de apenas USD 383 mi para USD 1.5 bi; vi) diferenças nos spreads realizados deveriam levar em conta que os investidores de varejo negociam mesmo quando os spreads estão mais abertos, diferentemente dos institucionais que selecionam melhor os momentos; vii) as métricas de spreads realizados não levam em conta que o impacto de preço nas execuções de bolsa são maiores do que o impacto nas execuções internalizadas, porque apenas no primeiro ambiente a exaustão de profundidades de livro muda o preço de referência posterior e faz com que o spread realizado mude no curto prazo; viii) os spreads realizados, utilizados enquanto proxy da lucratividade, não consideram os custos da operação, sendo apenas uma mensuração questionável da receita operacional. A corretora de varejo Charles Schwab (CHARLES SCHWAB CORPORATION, Schwab Whitepaper: U.S. Equity Market Structure - Order Routing Practices, Considerations, and Opportunities, p. p.13.) aponta que o cenário atual fornece benefícios aos investidores não mensurados na AIR da SEC, como a possibilidade de fechar ordens com tamanho maior do que a primeira profundidade de livro dos mercados de bolsa (local de formação do NBBO e das cotações protegidas via “Rule 611”) a preços iguais ou melhores que o NBBO, o que é ali denominado como “melhoria de tamanho”. Aponta ainda (p.17) que os spreads efetivos em momentos de alta na volatilidade são mais baixos nos internalizadores do que nas bolsas, com base em dados internos de roteamento.



Como uma sumarização das conclusões obtidas na tabela, podemos citar:

- Há um consenso no sentido de que mercados sem transparência pré-negociação possuem contribuição marginal ou nula para o processo global de formação de preços.
- Restrições de “tick-size” são relevantes no direcionamento do fluxo para determinados tipos de ambiente, caso haja possibilidade de arbitragem.
- A análise de métricas baseadas em spreads tendem a considerar que a segmentação de perfil de fluxo ocorre na prática.
  - Perfis de varejo costumam obter spreads menores em situações com internalização, e passam a obter spreads maiores em situações com restrições.
  - Existem estudos empíricos que mensuram relações benignas ou de complementariedade entre negociação opaca ou internalizada e negociação visível, considerando ainda a possibilidade de diferenciação de perfis de negociação demandados.
  - No entanto, a maioria dos estudos considera que há alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado.

### III.2.3 – Bens públicos

O problema do “carona” ocorre quando um ou mais agentes são capazes de obter benefícios econômicos de um ativo sem internalizarem plenamente os custos associados. Tal problema encontra-se dentro da seara da existência e fornecimento de “bens públicos”<sup>63</sup>, e sua consequência é a falta de incentivos para produção ou manutenção do ativo, levando ao consumo excessivo e consequente exaustão daquele.

No contexto de internalização de ordens, é necessário considerar que as entidades internalizadoras necessitam de um sistema de preços subjacente, o qual utilizam como parâmetro para oferecer e realizar negócios a cotações alternativas.

A estratégia internalizadora pressupõe que não há impedimentos no que diz respeito ao acesso aos dados de precificação **em tempo real** oriundos de outros ambientes de negociação. Ainda que tradicionalmente a regulamentação de mercado obrigue a disponibilização dos dados de precificação mediante alguma contrapartida aos

---

<sup>63</sup> Por exemplo, OLSON, Mancur, **The logic of collective action: public goods and the theory of groups**, Cambridge (Mass.) London: Harvard university press, 1971, p. 14–15.



seus contribuintes, tal cobrança costuma ser constrangida para que não seja discriminatória ou impeditiva.

Sendo assim, emerge uma situação na qual podem existir ambientes de negociação (ou perfis de investidores dentro de um ambiente) que formam preços através da interação competitiva de ordens e disponibilizam tal informação ao público (mediante algum preço, sujeito ou não às disposições regulamentares), ao passo que outros agentes e ambientes de negociação meramente consomem tais informações, com uma contribuição marginal ou nula ao processo de formação de tais preços<sup>64</sup>.

Em outras palavras, considerando que a regulamentação normalmente condiciona e garante o acesso não discriminatório (ainda que pago) aos dados de precificação em tempo real, **pode** haver um desequilíbrio entre os preços cobrados pelos dados e o potencial valor a ser extraído através deles por entidades internalizadoras, incentivando as últimas a atuarem como “carona”.

As consequências desse problema regulatório são semelhantes ao problema da seleção adversa abordado acima: acabam sendo reduzidos os incentivos para investir na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços.

A conclusão seria uma redução generalizada na competição nessa seara e em decorrência disso: i) elevam-se custos de negociação para os investidores nesses ambientes formadores de preço, na forma de tarifas mais altas; ii) declina-se o nível da qualidade do serviço ao usuário nesses ambientes; iii) reduz-se as métricas de liquidez nesses ambientes.

Em contrapartida, a externalidade negativa no primeiro tipo de ambiente acabaria por subsidiar a atividade das entidades internalizadoras, elevando os incentivos para atuar nesse outro âmbito, onde espera-se efeitos inversos aos descritos acima.

Em outros termos, **reduz-se a competição em ambientes em que há formação de preço através da interação competitiva de ordens para elevar a competição generalizada entre ambientes alternativos de negociação**.<sup>65</sup>

#### II.2.4 – Custos de transação

A literatura seminal expõe custos de transação como um problema interdisciplinar entre economia, direito e teoria organizacional. Dentre razões para sua emergência, podem ser citadas causas como a inerente incerteza a qual os agentes de mercado

---

<sup>64</sup> Ver, por exemplo, GENARO; SAFFI, Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil, p. 18.

<sup>65</sup> Alternativos em diversos sentidos, inclusive em respeito a requisitos regulatórios, por exemplo.



estão sujeitos, além da recorrência e especificidade das transações realizadas, as quais ocorrem num determinado contexto institucional<sup>66</sup>.

Custos de transação podem ser relevantes na análise da competitividade de ambientes de negociação concorrentes, e uma regulação mal amparada nesse meandro pode ser causa de falha regulatória, favorecendo indevidamente um tipo de ambiente em relação a outro.

No que abarca mercados secundários de valores mobiliários, da perspectiva do investidor, há dois grandes blocos de custos de transação: i) custos de negociação e ii) custos de pós-negociação.

O primeiro bloco inclui: i) custos pré-negociação para obtenção e análise de informações acerca dos ativos a serem negociados (custos de pesquisa e análise de investimentos); ii) custos operacionais para enviar e executar uma ordem (corretagem e emolumentos pagos a intermediários e ambientes de negociação, respectivamente, líquidos de eventuais rebates e outras vantagens não monetárias obtidas em conjunto); iii) percentagem do “bid-ask” spread pago na operação (abordado com mais detalhes acima no tópico acerca de seleção adversa)<sup>67</sup>. O segundo bloco, em seu turno, inclui custos de pós-negociação, tais como custos com compensação e liquidação de operações realizadas.

Operações internalizadas podem ser mais baratas da perspectiva de custos de transação aos investidores<sup>68</sup>. Em primeiro lugar, como uma artimanha de atração e segmentação de fluxo, certos intermediários podem oferecer corretagem, “research” ou outros serviços gratuitos ao perfil “varejo”<sup>69</sup>.

Em segundo lugar, a depender do ordenamento jurídico e regulatório, é possível que uma operação internalizada possa contar com uma atividade de pós-negociação simplificada, por exemplo, sem exigência de liquidação em *clearing* com contraparte

---

<sup>66</sup> WILLIAMSON, Oliver E., Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, **The Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233–261, 1979.

<sup>67</sup> Uma ordem a mercado, para execução imediata, poderá pagar até 100% do bid-ask spread cotado para um tamanho menor ou igual ao primeiro nível de profundidade de livro. Tudo mais constante, caso a ordem seja maior do que o primeiro nível de profundidade, é possível que haja impacto de preço, podendo resultar num custo total de negociação maior do que 100% do bid-ask spread inicialmente cotado, conforme é necessário acessar profundidades maiores de livro para finalizar a execução.

<sup>68</sup> Ver, por exemplo, CFA INSTITUTE, Trade-At Rules In Australia And Canada: A Mixed Bag For Investors, **Policy Brief**, 2014, p. 2. e AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 331: Dark liquidity and high-frequency trading, p. 25.

<sup>69</sup> Ainda que na prática tal possibilidade possa concorrer com o nível de fechamento de spread a ser oferecido pelo intermediário no contexto de segmentação de perfil de fluxo.



central, ou sem conta em central depositária segregada por investidor final, ensejando menores custos operacionais<sup>70</sup>.

Nessa seara, pode-se considerar que as negociações internalizadas, ao eventualmente serem conduzidas em ambientes alternativos de negociação, podem contar com requisitos regulatórios mais baixos. Isso representaria uma possível vantagem competitiva de ambientes internalizadores em termos de custos operacionais, o que pode se traduzir em capacidade de redução de tarifas aos consumidores.

Dessa maneira, pode ser parte do processo competitivo mais generalizado o oferecimento de operações internalizadas por algumas entidades, uma vez que elas podem ser mais atrativas ao investidor da perspectiva operacional de custos de transação.

### III.2.5 – Árvore de problema regulatório

Abaixo segue árvore de problema regulatório em forma de tabela, incorporando relações entre os três problemas regulatórios mencionados:

**Tabela 3 – Árvore de problema regulatório**

Problema Regulatório:	1 - Seleção adversa	2 – Bens públicos	3 – Custos de transação
<b>Causa(s) Raiz</b>	- (CR1.1) Inata diversidade de perfis de investidor, com respeito ao nível de informação detida no momento da negociação.	- (CR 2.1) Acesso não discriminatório determinado por regulação aos preços em tempo real formados em ambientes onde há maior interação competitiva de ordens.	- (CR 3.1) Incerteza inerente a ação dos agentes econômicos, num contexto institucional geral.
<b>Causa(s) Aparentes</b>	N/A	- (CA2.1) Possível desbalanço entre preços cobrados por dados de precificação em tempo real e potencial valor a ser extraído dos mesmos por entidades internalizadoras.	- (CA3.1) Custos de negociação e pós-negociação em mercados de valores mobiliários podem ser menores para operações internalizadas
<b>Potencializadores de causas</b>	N/A	N/A	- (PCA 3.1) Arranjos regulatórios e legais que exigem liquidação de

<sup>70</sup> Conforme será observado, nas jurisdições estrangeiras analisadas, há a possibilidade de utilização de liquidação de operações sem a utilização de *clearing* e com auxílio do artifício de contas ônibus, nas quais não se identifica o comitente final. Tais modelos de infraestrutura de mercado possuem seus *trade-offs* próprios, podendo ensejar alguns riscos operacionais mais elevados em troca de maior simplicidade operacional. Acerca do tema, ver: INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA, *Inherent Risks Within the Global Custody Chain.*, STUART WEINSTEIN; SINA YEKINI, *Transparency In Securities Transactions And Custody Chains: Study on the Benefits and Costs of Securities Accounting Systems.*



Problema Regulatório:	1 - Seleção adversa	2 – Bens públicos	3 – Custos de transação
			<p>operações com uso de <i>clearing</i> e contraparte central</p> <p>- (PCA 3.2) Arranjos regulatórios e legais que exigem contas segregadas por comitente final na custódia de ativos</p> <p>- (PCA 3.3) Ambientes de negociação internalizada podem enquadrar-se em categorias alternativas de ambientes, com menores requisitos regulatórios, resultando em menores custos operacionais e maiores vantagens competitivas</p>
<b>Consequência(s) imediatas</b>	- (CI1.1) Incentivos econômicos para segmentação de perfis de negociação por parte de intermediários de valores mobiliários	- (CI2.1) Redução de incentivos para investimento na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços, em favor de maiores incentivos para investimentos em ambientes onde há internalização	- (CI3.1) Maiores incentivos para oferecimento aos investidores de operações internalizadas pelos intermediários, em detrimento de operações em ambientes não internalizados
<b>Consequência(s) em níveis mais profundos</b>	<p>- (CP1.1) Possibilidade de redução de spreads pagos por investidores de varejo, com concomitante possibilidade de elevação de spreads pagos por investidores institucionais</p> <p>- (CP1.2) Esvaziamento da liquidez nos ambientes onde há maior interação competitiva de ordens e formação de preços, em favor dos ambientes onde há internalização</p> <p>- (CP1.3) Possível deterioração da qualidade do processo de formação de preços</p>	- (CP2.1) Reduzida a competição em ambientes em que há formação de preço através da interação competitiva de ordens para elevar a competição generalizada entre ambientes alternativos de negociação	- (CP3.1) Redução de incentivos para investimento na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços, em favor de maiores incentivos para investimentos em ambientes onde há internalização
<b>Potencializadores de consequências</b>	N/A	N/A	N/A



## IV. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL

### IV.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

A Lei nº 6.385/76 fornece o respaldo legal para a atuação regulatória da CVM no que tange os mercados regulamentados de valores mobiliários, atuação essa mais detalhada pela CVM através da Resolução CVM 135.

Vale mencionar ainda que a própria Resolução CVM 135, em seu Art. 180, estipula a necessidade de aprovação prévia da CVM de uma série de documentos que consubstanciam regimentos internos dos mercados organizados (ver abaixo), o que torna, na prática, tais regras como parte do arcabouço regulatório mais geral.

Intermediários de mercado (corretoras e distribuidoras de valores mobiliários) e certas infraestruturas de mercado possuem certas competências de regulamentação divididas entre CVM e Banco Central do Brasil.<sup>71</sup>

No caso dos intermediários, por exemplo, a Resolução CVM 35 abarca a regulação da CVM, ao passo que a Resolução CMN nº 5.008/2022 passou a consolidar questões atentas ao Banco Central do Brasil.

Entidades que efetuam depósito centralizado, por sua vez, estão sob regulamentação das duas entidades com base na Lei nº 12.810/13. A CVM regulamenta o tema através da Resolução CVM 31. O BCB, em seu turno, regulamenta o tópico com base em sua Resolução BCB nº 304, a qual também disciplina, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o funcionamento dos sistemas de liquidação de operações<sup>72</sup>, o exercício das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros e a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros registrados ou depositados.

### IV.2. Ambientes de negociação permitidos

- Mercados regulamentados x mercados organizados

Em suas definições (Art. 2º), a Resolução CVM 135 distingue entre mercados regulamentados e mercados organizados. Mercados regulamentados incluem mercados organizados de bolsa e de balcão, além dos mercados de balcão não organizados.

---

<sup>71</sup> Caso aprovado, o PL 2926/2023, que dispõe sobre as instituições operadoras de infraestruturas do mercado financeiro no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, poderá vir a mudar o cenário vigente.

<sup>72</sup> Sistemas de liquidação são exclusivamente regulamentados pelo Banco Central do Brasil, muito embora a regulamentação da CVM possa exigir sua utilização.



Mercados organizados, por sua vez, correspondem a sistemas<sup>73</sup> nos quais há um conjunto restrito de participantes admitidos<sup>74</sup> (ou seja, há necessidade de cumprimento de requisitos para acesso aos ambientes de negociação, conforme artigos 80 a 85<sup>75</sup>) atuando via carteira própria (principal) ou na condição de intermediários dos investidores (agentes), intermediando negociações ou registrando operações previamente acordadas.

Mercados organizados são operados por “entidades administradoras de mercado organizado de valores mobiliários”, estas sujeitas ao registro, autorização e cumprimento de requisitos normativos específicos da CVM para exercício de tal atividade. Importante mencionar também que os mercados organizados devem contar com uma entidade de autorregulação, conforme Capítulo V da Resolução CVM 135.

Por sua vez, os mercados de balcão não organizados (o complemento do conjunto “mercados regulamentados”<sup>76</sup>) correspondem a toda negociação de valores mobiliários não realizada ou registrada em um mercado organizado, na qual um intermediário registrado na CVM atue na condição de agente ou principal, a última no âmbito de subscrições de ofertas ou compra a mercado com a estrita finalidade de revenda.

- Listagem de emissores e possibilidades de negociação de valores mobiliários em mercados organizados

O Art. 87 da Resolução CVM 135 estipula que somente valores mobiliários autorizados pela CVM podem ser negociados em mercados *organizados*<sup>77</sup>. Em complemento, como regra geral, apenas os emissores registrados na CVM<sup>78</sup> são aptos a solicitarem listagem e admissão à negociação de seus valores mobiliários para negociação em mercados *regulamentados*.

Conforme Art. 90, como regra geral, é permitida a negociação simultânea de valores mobiliários em mais de uma categoria de mercado organizado. Entretanto, exceto para negociações de grandes lotes (Art. 95), é vedada a negociação de ações e

---

<sup>73</sup> Ou ambientes físicos.

<sup>74</sup> As definições de “participante” do normativo, em seu Art. 1º, abarcam as possibilidades de pessoa jurídica, fundo ou veículo de investimento.

<sup>75</sup> Onde se destaca a necessidade de as administradoras de mercado organizado zelarem pelos princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.

<sup>76</sup> O Art. 4º da Resolução CVM 135, finalmente, fornece um rol não exaustivo de condições possíveis que diferenciam os mercados de organizados dos demais mercados regulamentados.

<sup>77</sup> O Art. 91 explicita que a admissão à negociação em mercado organizado de outros ativos que não valores mobiliários também depende de prévia aprovação da CVM.

<sup>78</sup> A Resolução CVM 80, em seu Capítulo II, fornece as regras e categorias de listagem de emissores. O Art. 8º estabelece as condições de dispensa de registro de emissor.



outros valores mobiliários representativos de ações de maneira simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado.

Por fim, de acordo com o Art. 94, é vedada a negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum ambiente, exceto num rol restrito de hipóteses<sup>79</sup>.

- Tipos de mercados organizados

#### A – Mercados de bolsa

O Art. 116 da Resolução CVM 135 tipifica os mercados organizados de bolsa como aqueles que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários via sistema centralizado e multilateral de negociação ou via formadores de mercado<sup>80</sup> com ofertas firmes.

- Internalização via RLP

Conforme seção II.1 acima, após a experiência do “client facilitation” do Grupo XP Investimentos, a CVM optou por permitir, em caráter experimental, negociações internalizadas no âmbito das “Ofertas RLP”, circunscritas no âmbito de procedimentos específicos de negociação em mercado organizado de bolsa<sup>81</sup>. Seus detalhes técnicos encontram-se no Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (doravante “MPO B3”<sup>82</sup>), item 4.3.4, documento esse sujeito à aprovação da CVM.

A versão atual do RLP permite, além dos minicontratos futuros de Ibovespa e dólar, alvo do experimento inicial, negociações com um conjunto de ações no mercado à vista<sup>83</sup>. Os itens 4.3.4 h) e j) do “MPO B3” preveem um limite para a utilização de

---

<sup>79</sup> O artigo fornece a seguinte lista de hipóteses: i) negociações privadas; ii) distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; iii) integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; iv) evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; v) alienação em oferta pública de aquisição; ou vi) outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM.

<sup>80</sup> Regulamentados pela Resolução CVM 133.

<sup>81</sup> Atualmente conforme análise de proposta da Bolsa Brasil Balcão S.A em sua condição de administradora de mercado organizado de bolsa. Qualquer outra administradora de mercado organizado de bolsa com registro na CVM poderia pleitear um mecanismo similar, sujeito à aprovação da CVM.

<sup>82</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Manual de procedimentos operacionais de negociação da B3 - Sem marcas.

<sup>83</sup> A B3 fornece a lista de ativos disponíveis num grupo de controle para negociação com spread aberto e outro grupo com spread aberto e fechado. Ver: BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC.



tais operações, estes respectivamente de 15% da quantidade total de contratos<sup>84</sup> e 30% do volume de varejo<sup>85</sup>.

De acordo com o braço de autorregulação da B3, a BSM<sup>86</sup>, é obrigação do participante observar a utilização de seu limite mensal, tanto o valor total, como a quantidade de valores mobiliários negociada. Caso o limite estabelecido seja extrapolado, a compensação do excedente ocorrerá nos dois meses seguintes, iniciando-se no mês subsequente à extrapolação.

O mecanismo do RLP, em linhas gerais, permite a um intermediário enviar uma oferta “RLP” ao livro central de ordens, oferta essa que só poderá ser agredida exclusivamente por ofertas de clientes do mesmo intermediário e que forem marcadas com um identificador de varejo, permitindo a segmentação de ordens. A oferta RLP só poderá ser registrada com validade para o dia e a oferta identificada como cliente de varejo só poderá ser do tipo limitada, stop ou a mercado e com validade para o dia. Por fim, a oferta RLP para ações deve ser apenas para lote padrão<sup>87</sup>.

Por fim, o item 4.3.4.1 b) do “MPO B3” assegura que os investidores podem optar por participar ou deixar de participar do mecanismo RLP a qualquer momento.

- Ofertas diretas

O “MPO B3”, em seu item 4.3.1, continua prevendo a existência das ofertas diretas intencionais por parte dos intermediários, estas definidas como compostas “por oferta de compra e oferta de venda de determinado ativo ou derivativo registrada simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo participante de negociação pleno ou participante de negociação no ambiente de negociação, representando, simultaneamente, o comitente comprador e o comitente vendedor”.

---

<sup>84</sup> O número total de contratos negociados via RLP não poderá superar o percentual de 15% (“Y”) do total. Excluem-se dos cálculos do “volume total do instrumento” e do “volume de RLP” os contratos negociados pela conta própria do intermediário e incluem-se os contratos negociados pelos clientes desse intermediário. Dado que por meio da oferta RLP o intermediário somente pode ser contraparte de um cliente de varejo, cada intermediário poderá submeter à RLP no máximo Y/X de seu volume de varejo, sendo X o market share dos clientes de varejo no instrumento considerando-se o mercado como um todo e Y o limite de 15% antes mencionado. O percentual X será atualizado mensalmente e calculado como a média diária do market share dos clientes de varejo do mês anterior. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 6. Na posição de outubro de 2023, divulgada publicamente, os limites referentes ao volume de varejo se encontravam próximos de 33% e 57% para minicontratos de Ibovespa e dólar, respectivamente. Ver: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/solucoes/plataformas/puma-trading-system/para-participantes-e-traders/regras-e-parametros-de-negociacao/oferta-retail-liquidity-provider-rlp/](https://www.b3.com.br/pt_br/solucoes/plataformas/puma-trading-system/para-participantes-e-traders/regras-e-parametros-de-negociacao/oferta-retail-liquidity-provider-rlp/).

<sup>85</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC, p. 7.

<sup>86</sup> BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, Norma de Supervisão BSM 10/2022.

<sup>87</sup> BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC, p. 6.



As ofertas diretas foram restringidas ao seguinte rol de situações técnicas, conforme item 4.3.3:

- Sujeitas à rejeição em caso de procedimento de call ou leilão ou simplesmente caso haja ofertas com preços melhores.
- Sujeitas à aceitação na ausência de outras ofertas caso obedeçam aos túneis de preço de leilão.
- Sujeitas à aceitação caso não haja ofertas com preços melhores e haja spreads abertos contingente a ser registrada com: i) melhoria de preço (respeitado o “tick-size”; ii) aos melhores preços de compra e venda se proveniente de ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo ou contrato derivativo para execução de estratégias de preço ou volume médio ponderado; iii) aos melhores preços de compra e venda se proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou correção de erros operacionais do intermediário.
- Sujeitas à aceitação caso não haja ofertas com preços melhores e não haja spreads abertos, a ser registrada aos melhores preços de compra e venda, contingente a: i) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo, inclusive, mas não limitada a execução de estratégias de preço ou volume médio ponderado; iii) proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou correção de erros operacionais do intermediário.

Além disso, conforme item 4.3.3.1, as ofertas diretas possuem limites mínimos de tamanho de negócio e limites máximos de volume agregado por tipo de ativo<sup>88</sup>.

Sendo assim, conclui-se que o conceito de tais ofertas foi revisto após o caso “client facilitation” justamente para configurarem exceções, não regras, não podendo ser consideradas como um instrumento para a internalização de maneira sistemática pelo investidor de varejo<sup>89</sup>.

B – Mercados de balcão organizado

---

<sup>88</sup> Os parâmetros técnicos encontram-se em BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 176/2022-PRE.

<sup>89</sup> Ver ainda: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 7.



O Art. 142 da Resolução CVM 135 tipifica os mercados de balcão organizado como aqueles que possibilitam: i) o registro de operações previamente organizadas<sup>90</sup>; ou ii) negociações via sistemas centralizados e bilaterais de negociação, por contrapartes previamente habilitadas<sup>91</sup>; ou iii) assim como os mercados de bolsa, a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou via formadores de mercado com ofertas firmes<sup>92</sup>.

Os mercados de balcão organizado contam com alguns requisitos regulatórios mais flexíveis em relação aos mercados de bolsa, dentre os quais mencionamos:

- Ausência de necessidade de autorização da CVM para aquisição direta ou indireta de fração acima de 15% do capital votante da entidade administradora (Art. 44).
- Ausência de teto de 10% de capital votante na entidade administradora de mercado por parte de um intermediário participante ou pessoas economicamente ligadas ao mesmo (Art. 45).
- Ausência de obrigação dos membros independentes do conselho de administração elegerem e destituírem o diretor do departamento de autorregulação (Art. 27).
- Ausência de obrigatoriedade de comitê de auditoria (Art. 20 e 30).
- Ausência de obrigação de existência de manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos (“MRP”) como mecanismo de proteção ao investidor contra fraudes e erros operacionais (Art. 124).

---

<sup>90</sup> As entidades administradoras de mercado de balcão organizado que funcionem como sistema de registro de operações previamente realizadas dependem de autorização conjunta da CVM e do Banco Central do Brasil, cada qual em sua esfera de competências específica, conforme Art. 28 da Lei nº 12.810/13.

<sup>91</sup> Modelos desse tipo pressupõem conhecimento mútuo entre as contrapartes, o que lhes possibilita fazer uma avaliação prévia do risco de contraparte para negociação e liquidação e decidir, de maneira informada, se querem ou não agredir ofertas disponíveis.

<sup>92</sup> A CVM esclareceu, no Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019, p.131, “que o fato de a norma possibilitar nesse inciso que um mercado de balcão organizado opere exclusivamente com formadores de mercado (que assumam a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda), não impede que nas demais hipóteses previstas nos incisos se adote o formador de mercado como contraparte facultativa para a execução de operações, consideradas as especificidades do processo de formação de preços, na forma prevista na regulamentação específica editada pela CVM”.



Nesse momento, frisa-se que não existem outros ambientes regulamentados para negociação de valores mobiliários, exceto pela possibilidade de balcão não organizado<sup>93</sup>. Conforme explicitado, a internalização de ordens no Brasil só se manifesta atualmente via a experiência do RLP, nos ambientes de uma administradora de mercado organizado de bolsa.

### **IV.3. Regime de transparência**

#### **IV.3.1 – Transparência pré-negociação**

Como regra geral, o Art. 77 da Resolução CVM 135 impõe que os ambientes ou sistemas de negociação de mercados organizados devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços<sup>94</sup>.

No entanto, de acordo com o item 4.3.4 j) do “MPO B3”, a oferta RLP não é exibida no livro central de ofertas, ficando visível apenas para o intermediário ofertante. Nesse sentido, o RLP é uma modalidade de negociação internalizada sem transparência pré-negociação<sup>95</sup>.

#### **IV.3.2 – Transparência pós-negociação**

A Resolução CVM 135, nos incisos IV e V do seu Art. 39, determina que as entidades administradoras de mercado organizado estão sujeitas à certas obrigações acerca da divulgação tempestiva das informações acerca das negociações realizadas. Ou seja, como regra geral, há plena transparência pós-negociação nos mercados

---

<sup>93</sup> Em convergência com a regulação de diversos países analisados na seção V, em especial União Europeia, a CVM passou a permitir, com base no Art. 95, da Resolução CVM 135, negociações de grandes lotes de ações e valores mobiliários representativos de ações em mercados organizados de bolsa ou de balcão, em segmentos específicos ou por meio de procedimentos específicos de negociação. Conforme explicita a CVM no Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019, p.101, ao prever que a negociação de grandes lotes deve se dar sob a forma de lote único e indivisível, a norma estabelece que apenas um comitente vendedor e um comitente comprador participam da negociação. Até o momento, a CVM manifestou-se autorizando certos procedimentos específicos para grandes lotes, dentre os quais incluem-se procedimentos com “broker-preferencing” e ausência de transparência pré-negociação. Ou seja, existe a possibilidade de negociação internalizada, sem transparência pré-negociação, para negócios acima dos limiares de grande lote definidos anualmente pela CVM. Por fim, frisa-se que ainda não existe um ambiente ou procedimento específico para grandes lotes operacional quando da elaboração deste Relatório, a despeito da autorização. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 11/2023/CVM/SMI/GMA-2.

<sup>94</sup> Ordens do tipo “iceberg”, com apenas uma parcela visível, não são vedadas, estando inclusive previstas no “MPO B3”, item 4.3.2.

<sup>95</sup> A B3 realizou uma análise acerca da conveniência e viabilidade técnica de inclusão das ofertas RLP no conjunto geral de dados pré-negociação, num livro único ou via livro apartado. O risco de sinalização indevida aos investidores acerca de liquidez realmente disponível a determinados preços motivou a manutenção da ausência de transparência. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 25/2020-CVM/SMI, p. 21–22.



organizados (bolsa e balcão), inclusive nas ofertas “RLP” e nas possíveis ofertas de grandes lotes.

#### **IV.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações**

A regulação atual não prevê um consolidador de dados regulamentado, ficando a cargo dos agentes de mercado proverem padrões de consolidação e divulgação caso necessário. Logo, não há uma especificação de fluxo informacional, com participantes específicos responsáveis por envio, consolidação e divulgação.

Ademais, conforme Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019 (p.11), a CVM naquele momento decidiu não acatar sugestões para a regulamentação da atividade de consolidação de dados por entender que os requisitos mínimos da fita consolidada utilizada pelos intermediários podem ser estabelecidos pela autorregulação e que a regulamentação da atividade pela CVM, ali, poderia dificultar o surgimento de soluções de mercado e a oferta desse serviço pelos interessados.

Vale ressaltar que atualmente, para o mercado organizado de bolsa, só há uma administradora de mercado organizado com registro ativo, a Brasil Bolsa Balcão S.A, e ela já atua como fornecedora de dados de pré-negociação e pós-negociação.

Em conclusão, no caso do RLP, as informações referentes ao regime de transparência pós-negociação também são coletadas e publicadas pela administradora de mercado, uma vez que tais negociações ocorrem em seu ambiente de bolsa.

Em acréscimo, cabe ressaltar que resta aos intermediários o dever de munir-se do conjunto informacional necessário para assegurar o cumprimento dos seus deveres de melhor execução (ver abaixo).

#### **IV.3.4 – Condições de acesso às informações**

Conforme inciso IV do Art. 139 da Resolução CVM 135, os dados de pós-negociação devem ser divulgados de forma pública, contínua, com fácil acesso e de maneira gratuita, nesse caso com no máximo quinze minutos de atraso, para todos os mercados organizados. O § 1º do mesmo artigo ainda qualifica a necessidade de garantir o acesso às informações em bases não discriminatórias, em formato e tempo idênticos para todos os participantes do mercado.

Dados em tempo real, por sua vez, consistem numa vertente de negócio. A CVM, no Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019 (p.44), esclareceu que as administradoras de mercado organizado poderão cobrar pelo fornecimento de qualquer informação *não* prevista na norma como de obrigatória divulgação pública e gratuita, bem como pelo fornecimento de dados históricos cuja manutenção à disposição do público para acesso gratuito não seja mais obrigatória.

Nesse sentido, o mesmo Relatório (p.56) nos mostra que a norma já prevê, nos atuais arts. 78 e 79, que as contraprestações estabelecidas pelas entidades



administradoras de mercado organizado devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados e que a CVM, embora não aprove previamente as contraprestações estabelecidas, pode solicitar demonstração detalhada de sua formação e determinar sua revisão ou estabelecer limites máximos.

Por fim, a alínea “f” no inciso I do caput do atual art. 39 passou a prever que as entidades administradoras de mercado organizado devem divulgar sua política comercial em sua página na Internet, indicando os critérios e valores cobrados pelo fornecimento de dados de mercado não gratuitos nos termos da norma, bem como de quaisquer outros emolumentos, comissões ou taxas cobradas em seus mercados administrados.

#### IV.3.5 – Informação divulgada

Acerca de pós-negociação, conforme inciso IV do Art. 139 da Resolução CVM 135, devem estar disponíveis ao público as seguintes informações sobre cada negócio realizado ou registrado nos ambientes de mercado organizado<sup>96</sup>: i) intermediários; ii) valor mobiliário; iii) preço; iv) quantidade; v) horário.

Também é previsto no inciso V a disponibilização de informações resumidas até o final do dia, tais como o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de referência dos ativos subjacentes, de ajuste e de fechamento, quando houver, oscilação, bem como as quantidades negociadas ou registradas, o número de negócios e o volume financeiro. Por fim, o inciso VI estipula a necessidade de um resumo diário das operações negociadas ou registradas.

Importante mencionar que no caso de operações previamente negociadas e apenas registradas em balcão organizado, o § 3º do artigo mencionado exige apenas as informações resumidas do inciso V e VI acima.

Além das informações padrão de transparência, o item 4.3.4.1 e) do “MPO B3” obriga os intermediários participantes do RLP a publicar mensalmente em seu site, no mínimo, as seguintes informações, as quais deverão ficar disponíveis por no mínimo seis meses: i) volume negociado pelo participante utilizando a oferta RLP; ii) produtos em relação aos quais o participante permite a oferta RLP, seja negociação contra carteira própria ou por venda de fluxo; iii) percentual de clientes atendidos pela oferta RLP; iv) quantidade de clientes que tiveram algum tipo de benefício com a oferta RLP (melhora de preço ou quantidade); v) quantidade de contratos e ofertas de cliente de varejo executadas contra a oferta RLP; vi) quantidade de ofertas melhoradas; e vii) quantidade de contratos melhorados.

---

<sup>96</sup> Intermediários que negociem em ambiente de balcão não organizado possuem alguns requerimentos informacionais de pós-negociação, dispostos nos Arts 22-A e 22-B da Resolução CVM 35.



## IV.4. Execução de ordens por internalizadores

### IV.4.1 – Melhor execução

No que concerne melhor execução no arcabouço regulatório brasileiro, o Art. 21 da Resolução CVM 35 dispõe que se trata de obrigação das instituições intermediárias estabelecer regras, procedimentos e controles internos para garantir as melhores condições de execução para seus clientes. Mais especificamente, sublinha-se o inciso II, o qual requer do intermediário que possibilite a qualquer momento a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado, fornecendo “trilha de auditoria” para aferição da melhor execução.

Por sua vez, conforme Art. 36, cabe às entidades administradoras de mercado organizado definir o conteúdo mínimo das regras internas adotadas pelos intermediários admitidos em seus ambientes, assim como fiscalizá-los.

Também relacionado à governança da melhor execução de ordens, está o dever da instituição intermediária de estabelecer regras e controles internos com a finalidade de prevenir, em um cenário de conflito de interesses, que o cliente seja prejudicado, disposto no Art. 32<sup>97</sup>.

A CVM, ao propor no Art. 20 de tal Resolução as diretrizes para a melhor execução de ordens, não restringiu seus critérios unicamente a busca pela oferta de melhor preço. É determinado que o intermediário, ao receber uma ordem, deve adotar *todas as medidas suficientes* a fim de obter a melhor execução para seu cliente<sup>98</sup>. Essa análise deve levar em conta indicadores como preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, natureza, volume e qualquer outro fator relevante.

Entretanto, vale ressaltar que o Art. 20, §1º, comanda que, em se tratando de investidor não qualificado, há regulamentação específica e, deve ser considerado neste caso o desembolso total pela operação, o que inclui a despesa pela parte do investidor. Ou seja, há uma distinção entre as diretrizes em geral e as diretrizes para investidores de varejo, sendo que no caso específico a CVM se aproxima mais do modelo norte-americano do que do europeu (ver seção V).

Ainda que atualmente não haja internalização de ordens fora de mercados organizados de bolsa, e que haja competição muito limitada entre ambientes distintos de negociação, o Art. 21 obriga os intermediários a assegurar que tenha havido divulgação aos clientes a respeito dos mercados organizados em que o intermediário é admitido como participante e dos diferentes mercados organizados

---

<sup>97</sup> Conforme redação do Art. 31, é vedado o privilégio dos interesses próprios da instituição intermediária em detrimento dos interesses dos clientes.

<sup>98</sup> O §2º especifica que quando houver instrução específica, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente, havendo maior tolerância quanto a desvios das diretrizes de melhor execução.



em que os valores mobiliários podem ser negociados, ainda que o intermediário não seja participante de todos esses mercados.

O intermediário deve divulgar os fatores que determinam a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando eles não forem indicados pelo cliente, conforme § 1º, inciso X do mesmo artigo. O § 2º do Art. 31 é taxativo em afirmar que quaisquer benefícios auferidos pelo intermediário que não sejam repassados ao cliente não podem nortear as decisões a respeito do mercado onde se dará execução de ordens dos seus clientes, o que ao menos formalmente constrange o direcionamento de ordens com base em PFOF (ver abaixo) e rebates.

#### **IV.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)**

No Brasil, não é vedada a remuneração paga por um intermediário a outro no contexto de repasse de fluxo de ordens, conhecida no exterior como “payment for order flow” ou “PFOF”. O Art. 26 da Resolução CVM 35 define regras gerais para o repasse de operações entre intermediários, cabendo às entidades administradoras de mercado organizado estabelecer regras específicas, procedimentos e controles internos para o repasse de operações realizadas em seus ambientes ou sistemas de negociação, inclusive o conteúdo mínimo do contrato que estabelece o vínculo de repasse entre os intermediários.

De maneira relacionada, o Art. 26-B comanda que cada intermediário deve divulgar a descrição qualitativa de todas as formas e arranjos de remuneração e conflitos de interesse que sejam pertinentes a sua atuação. Nesse sentido, de acordo com o Art. 26-C, dentre os itens obrigatórios de divulgação, incluem-se o percentual do volume de ordens direcionadas a outros intermediários e o percentual do volume de ordens direcionadas a ambientes de negociação específicos.

No que tange às ofertas RLP especificamente, o “MPO B3”, em seu item 4.3.4 k), dispõe que os intermediários podem permitir que outro participante atue como contraparte consolidadora de seus respectivos fluxos agressores de ofertas de varejo, respeitadas todas as características das ofertas RLP.

Por fim, o item 4.3.4.1 e), que trata acerca de divulgação de informações acerca do RLP ao público pelos intermediários, comanda a divulgação dos produtos em relação aos quais o intermediário permite a oferta RLP, seja negociação contra carteira própria ou por venda de fluxo.

#### **II.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço**

Conforme item 4.3.4 b) do “MPO B3”, na oferta RLP há necessidade de melhoria de preço por parte do intermediário, de ao menos um “tick-size” quando o spread for maior do que um “tick”. Já quando o spread for de apenas um “tick”, a negociação



deverá cruzar o spread, ou seja, ser realizada ao “bid” ou ao “ask”, sem melhoria de preço, ou então ser direcionada ao livro central<sup>99</sup>.

#### IV.4.4 – Prioridade de execução

Em âmbito geral, o Art. 119 da Resolução CVM 135 estabelece o critério “preço-tempo” como ordem de prioridade para cruzamento de ordens nos sistemas de ambiente de bolsa. Conforme Art. 146, tal priorização também é disposta para mercados de balcão que operem à semelhança de mercados de bolsa, ou seja, via sistemas centralizados e multilaterais de negociação<sup>100</sup>.

No entanto, os procedimentos de internalização via RLP alteram os parâmetros genéricos, conforme permissão dos próprios artigos da Resolução, que ressalvam procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento de administradora aprovado pela CVM.

Segundo item 4.3.4 f) do “MPO B3”, uma oferta “RLP” de um intermediário possui prioridade de execução sobre as ofertas dos demais intermediários contra uma oferta agressora de um de seus clientes que seja investidor de varejo, porém não possui prioridade sobre ofertas de outros clientes do mesmo intermediário<sup>101</sup>. Saldos não executados pela oferta “RLP” são automaticamente redirecionados para o livro central de ordens.

Além das regras de prioridade em ambiente de negociação, a Resolução CVM 35 (Art. 21, § 2º), no contexto de mitigação de conflitos de interesse, estipula que exceto em caso de procedimentos específicos de negociação, em caso de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas

---

<sup>99</sup> Nas negociações no mercado de ações, para os ativos do grupo de controle, a negociação deve ser efetuada cruzando o spread, ao passo que para o grupo de spread aberto, a negociação deve ser enviada ao livro central. Ver: BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC, p. 6. Conforme já abordado, houve uma interação entre B3 e CVM acerca de implementação de uma funcionalidade de fracionamento do “tick-size”, tendo em vistas uma decisão colegiada inicial da CVM pró introdução de melhoria de preço abaixo do tick-size no âmbito do RLP. Entretanto, a possibilidade de custos elevados à indústria, devido a necessidade mandatária de sistemas, fez com que a CVM mudasse de opinião. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2.

<sup>100</sup> O item 4.1 do “MPO B3” complementa o tema no sentido de que as ordens de comitentes, que não sejam de pessoas vinculadas ao participante de negociação ou ao participante de negociação pleno, devem ter prioridade em relação às emitidas por comitentes que o sejam. Finalmente, as ordens administradas, administradas concorrentes e discricionárias não concorrem entre si nem com as demais ordens.

<sup>101</sup> Alguns investidores institucionais, em especial “High Frequency Traders”, por razões técnicas, preferem abrir mão desse direito de preferência de execução, conquanto clientes de um intermediário que dispara ofertas RLP. Para tanto, após discussões com a CVM, o “MPO B3” (no item 4.3.4 g)) passou a incluir tal possibilidade. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 20/2019-CVM/SMI.



vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas devem ter prioridade.

#### IV.5. Liquidação de operações

Nesse quesito em especial, visando a comparação com modelos de internalização do exterior, faz sentido descrevermos com algum detalhe o mecanismo geral de pós-negociação no Brasil. Isso porque com respeito ao RLP especificamente, este não se destaca de qualquer outra negociação em ambiente de bolsa. Seu procedimento de compensação e liquidação segue o curso imposto aos outros negócios fechados nesse tipo de ambiente, sem regulamentação específica.

De maneira relativamente simplificada, podemos dizer que as operações em mercados organizados são liquidadas por instruções simultâneas oriundas dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação: i) aos bancos liquidantes dos intermediários, para que haja transferência de recursos financeiros<sup>102</sup> e; ii) aos custodiantes e depositários centrais, para efetuação de transferência de titularidade dos ativos. Esse processo é conhecido como “Delivery versus Payment” (DvP), ou “entrega contra pagamento”, na tradução.

- Prestadores de serviços de compensação e de liquidação (“clearings”)

A Resolução BCB nº 304/2023 define, em seu Art. 2º, um sistema de liquidação como sendo o conjunto de regras, procedimentos e estrutura operacional para fins de liquidação de operações, por meio do qual são realizados o processamento, a compensação e a liquidação de operações de transferência de fundos, de ativos financeiros e de valores mobiliários, com pelo menos três participantes diretos<sup>103</sup>.

O Art. 125 do mesmo normativo indica que as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação de operações com ativos financeiros e valores mobiliários realizadas nos mercados de bolsa e de balcão organizado devem assumir a função de parte contratante das operações liquidadas pelos sistemas de liquidação diferida<sup>104</sup> pelo valor líquido por elas operados, estando isentas desse requisito as operações realizadas nos mercados de balcão organizado por meio de sistema centralizado e bilateral de negociação ou por meio do registro de operações previamente realizadas.

O Art. 116 da Resolução CVM 135 estipula que as operações realizadas em mercado organizado de bolsa no Brasil devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que

---

<sup>102</sup> Sempre que mandatário, as contrapartes centrais compensam as operações e calculam os saldos líquidos devidos por cada categoria de participante liquidante e investidor final.

<sup>103</sup> Caso contrário estaríamos lidando com liquidação bilateral simples.

<sup>104</sup> Definido no Art. 2 como sistema de liquidação no qual a liquidação, precedida por compensação, ocorre pelo valor líquido no final de um ciclo de liquidação pré-definido.



assuma a posição de contraparte central. Conforme Art. 142, o mesmo requisito existe para as operações de balcão que se assemelham tecnicamente a mercados de bolsa, ou seja, via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou via formadores de mercado com ofertas firmes<sup>105</sup>.

- Responsabilização dos intermediários

O Art. 8º da Resolução CMN nº 5.008/22 institui a responsabilidade dos intermediários pela liquidação das operações realizadas em mercados organizados, para com seus comitentes e para com outros intermediários com os quais tenham operado ou estejam operando. Isso significa que eles participam da cadeia de salvaguardas que garante a liquidação das operações no Brasil<sup>106</sup>.

- Depositárias centrais e conta individualizada

Acerca das centrais depositárias, primeiramente no âmbito do Banco Central do Brasil, o Art. 2º da Resolução BCB nº 304/2023, incisos XIII e LIV, respectivamente, definem a atividade de depósito centralizado e um sistema de depósito centralizado. O Art. 161 do mesmo normativo estipula que o sistema de depósito centralizado deve manter estrutura de contas que permita a identificação do cliente final, quando exigido por regulamentação pertinente ou a critério do participante direto que prestar serviço ao cliente final.

Já no âmbito da CVM, a definição da atividade de depósito centralizado encontra-se no Art. 2º da Resolução CVM 31, sendo que de acordo com o Art. 4º a utilização do depósito centralizado é uma condição mandatória para negociação de um ativo em mercados organizados.

Diferentemente de outros países analisados na seção V, que permitem o registro dos valores mobiliários nas centrais depositárias em contas ônibus de titularidade dos intermediários e custodiantes, no Brasil os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas individualizadas, conforme Art. 33 da referida Resolução.

Os comandos do Art. 23 da Resolução CVM 35 vão ao encontro, uma vez que o intermediário deve identificar o comitente final em: i) todas as ordens que transmita

---

<sup>105</sup> O Art. 144 da Resolução CVM 135 diz que em mercado de balcão organizado, a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que nos termos previstos em regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as contrapartes da operação. Na Audiência Pública SDM 09/2019, p.130, a CVM esclarece que se houver negociação em sistema que não permita a identificação das contrapartes das operações, a liquidação deverá se dar por meio de contraparte central.

<sup>106</sup> Na cadeia de salvaguardas, os intermediários são os primeiros responsáveis por liquidar as operações no caso de inadimplência dos investidores. Ver: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/compensacao-e-liquidacao/clearing/administracao-de-riscos/estrutura-de-salvaguardas/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/compensacao-e-liquidacao/clearing/administracao-de-riscos/estrutura-de-salvaguardas/).



ou repasse; ii) ofertas que coloque; e iii) operações que execute ou registre. Além disso, o normativo, em seu § 1º, comanda que as entidades de compensação e liquidação somente podem realizar a compensação e a liquidação de operações cujo comitente final esteja cadastrado em seus sistemas<sup>107</sup>.

Por fim, duas leis fornecem o mesmo entendimento. O Art. 24 da Lei nº 12.810/13, determina que os valores mobiliários transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos. Já o Art. 35 da Lei nº 6404/76 indica que, para ações, a propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária.

- Obrigações das entidades administradoras de mercado organizado

O Art. 11 da Resolução CVM 135 permite às entidades administradoras de mercado organizado gerirem sistemas de compensação e de liquidação e prestarem serviço de depósito centralizado de valores mobiliários, desde que obtenham autorizações específicas da CVM e do Banco Central do Brasil<sup>108</sup>.

O regramento, em seu Art. 16, obriga as entidades administradoras de mercado organizado a, ressalvados os casos em que a liquidação direta entre contrapartes esteja expressamente prevista em regulamento, efetuar a liquidação física e financeira das operações realizadas nos ambientes de negociação que administre, diretamente, caso possua estrutura verticalizada, ou contratando entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro autorizada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil para efetuar a compensação e liquidação das operações.

## **IV.6. Comparativo de ambientes de negociação permitidos no Brasil**

Um resumo de obrigações associáveis aos diferentes tipos de ambientes de negociação permitidos no Brasil pode ser encontrado na Tabela 3 abaixo.

---

<sup>107</sup> Ainda em complemento, o Art. 14 da Resolução CMN nº 5.008/22 também veda aos intermediários realizar operações envolvendo comitente final que não tenha identificação cadastral nas entidades administradoras de mercado de títulos e valores mobiliários.

<sup>108</sup> Por exemplo, esse é o caso do grupo Brasil Bolsa Balcão S.A, administradora de mercados organizados de bolsa e balcão que possui em sua estrutura verticalizada uma “clearing” e uma central depositária.



**Tabela 4 – Ambientes de negociação de valores mobiliários permitidos na jurisdição brasileira e um resumo de alguns de seus requisitos regulatórios**

	Mercados Regulamentados						
	Mercados Organizados						Balcão não-organizado
	Mercados de bolsa		Mercados de balcão organizado				
	Sistemas centralizados multilaterais	Formadores de mercado	Sistemas centralizados multilaterais	Formadores de mercado	Sistemas centralizados e bilaterais	Registro de operações previamente acordadas	
Enquadramento do RLP	X						
Possível enquadramento de negociações de grandes lotes		X			X		
Ativos permitidos	Somente valores mobiliários de emissores registrados na CVM.  Exceto para negociações de grandes lotes, é vedada a negociação de ações e outros valores mobiliários representativos de ações de maneira simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado.		Somente valores mobiliários de emissores registrados na CVM.  Exceto para negociações de grandes lotes, é vedada a negociação de ações e outros valores mobiliários representativos de ações de maneira simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado.				Como regra geral é vedada a negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum outro ambiente.
Autorregulação	Mandatário.		Mandatário.				Facultativo.
MRP	Mandatário.		Facultativo.				Facultativo.
Requisitos de governança corporativa e de capital social investidor	Mais severos. Há limites para participação de um intermediário no capital social da administradora de mercado.		Mais flexíveis.				Mais flexíveis.
Uso de participantes registrados na CVM para operar	Necessário uso de participante admitido pela entidade administradora de mercado, porém sem restrições quanto aos tipos permitidos por regulação.		Necessário uso de participante admitido pela entidade administradora de mercado, porém sem restrições quanto aos tipos permitidos por regulação.		Pode prescindir de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, realizada diretamente entre as contrapartes da operação.		Uso mandatário de intermediário integrante do sistema de distribuição como agente ou principal.
Liquidação	Contraparte central é mandatária.		Contraparte central é mandatária.				Sem prescrições.
Uso de depositária central com conta segregada por comitente final	Mandatário.		Mandatário.				Facultativo.



Acerca da mesma, as seguintes considerações são importantes:

- Na discussão acerca do tema na Audiência Pública SDM 09/2019 (p.75-79), participantes de mercado consideraram que a vedação à negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum outro ambiente seria o principal entrave para a permissão da internalização de ordens, tal qual modelos do exterior.
- Outro impedimento relevante, no âmbito dos mercados organizados, para o surgimento de estruturas de internalização à semelhança dos mercados estrangeiros analisados, é a vedação para negociação simultânea em mercado de bolsa e balcão.
  - Considerando que a atividade internalizadora tende a prescindir de uma precificação contínua, normalmente obtida no mercado de bolsa, não existem muitos incentivos econômicos para que a atividade de internalização desponte com base em ativos listados e admitidos a negociação unicamente em mercado de balcão organizado.
- Dentro do arcabouço normativo atual, qualquer estrutura de internalização que despontasse utilizando estruturas de balcão organizado dentro de um mesmo grupo econômico de um intermediário, supondo que a vedação acima fosse removida, estaria atuando com base em interpretações pouco ortodoxas dos normativos, que buscam segregar entidades administradoras de mercado organizado de intermediários<sup>109</sup>, além de impor distinções conceituais entre os mercados organizados de bolsa e balcão.
  - Caso existente, conforme arcabouço legal e regulatório vigente, essa internalização necessitaria de transferências de titularidade a nível de comitente final nas centrais depositárias<sup>110</sup>, distinto de outras estruturas a nível internacional.
  - Poderia ser necessário a contratação de contrapartes centrais para liquidação de operações, a depender do tipo de mercado de balcão organizado utilizado.

---

<sup>109</sup> O Art. 84 da Resolução CVM 135, em seu inciso II, afirma que o regulamento da entidade administradora de mercado organizado relativo à admissão e manutenção de participante deve dispor sobre segregação de atividades e outras medidas destinadas a prevenir conflitos de interesse.

<sup>110</sup> Próprias (verticalmente integradas) ou contratadas, considerando protocolos de participação entre depositários concorrentes ou de interoperabilidade já previstos em norma quando necessário (Art. 5º da Resolução CVM 31).



## V. PARTICIPANTES AFETADOS

Com base na discussão acima, podemos então mapear os seguintes participantes afetados<sup>111</sup>:

### V.1. Comissão de Valores Mobiliários

De maneira sucinta, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma Autarquia federal em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei nº 6.385/76 e possuindo mandatos legais conforme art. 4º. Nesse sentido ela é responsável por regular e supervisionar os ambientes de mercado regulamentados, as depositárias centrais e os intermediários, além de zelar pela proteção dos investidores.

### V.2. Administradoras de mercados organizados

Consistem em entes regulamentados unicamente pela CVM via Resolução CVM 135<sup>112</sup>, os quais carecem de registro concedido pela Autarquia para operar. Na data base de 31/09/2023, existiam quatro administradoras de mercado organizado com registro ativo na CVM<sup>113</sup>. No entanto, apenas uma delas, a Brasil Bolsa Balcão S.A (“B3”), possui ambientes de negociação em mercado de bolsa disponíveis para valores mobiliários em geral, em especial ações e equivalentes. Até o presente momento, ela também é a única a administrar um ambiente contendo procedimentos específicos de negociação que permitem internalização de ordens, como por exemplo, as ofertas “RLP”.

Por fim, a “B3” possui uma estrutura mandatória de autorregulação, a BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), a qual é responsável por zelar pela integridade dos mercados administrados pela referida entidade administradora, podendo ser parte afetada no que diz respeito a supervisão de ambientes de internalização mantidos pelo grupo econômico, ou pela eventual maior complexidade de supervisão em geral caso outros modelos de internalização sejam introduzidos.

### V.3. Depositárias centrais

Atualmente, a B3 possui uma estrutura verticalmente integrada com uma entidade administradora de mercados organizados de bolsa e balcão, uma central depositária

---

<sup>111</sup> Poder-se-ia incluir aqui os emissores de valores mobiliários, em especial as companhias abertas, uma vez que os impactos da internalização, em especial sobre a liquidez e o processo de formação de preços, poderiam influenciar o valor de mercado dos ativos investidos e, em decorrência, dos próprios emissores. No entanto, o efeito de primeira ordem aparenta maior sobre os investidores, considerando a necessidade de proporcionalidade na análise dos impactos regulatórios.

<sup>112</sup> Exceto no caso de administradoras de mercado de balcão que efetuem registro de operações previamente acordadas, conforme nota de rodapé acima.

<sup>113</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Boletim Econômico - Edição 10.



e uma *clearing*, as últimas responsáveis pelos processos de pós-negociação nos ambientes de negociação mencionados.

Existe outra central depositária com registro ativo na CVM para a data base referida acima, porém ela não atua no mercado de ações, ainda que possa adentrar tal mercado a qualquer momento, valendo-se dos protocolos de participação e interoperabilidade<sup>114</sup>.

#### V.4. Prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações (“clearings”)

As *clearings*, conforme mencionado na seção anterior, não são regulamentadas pela CVM, e sim pelo Banco Central do Brasil. Na data base de 30/10/2023, **no que abarca valores mobiliários**, apenas as estruturas verticalmente integradas ao grupo econômico da “B3” estão autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar<sup>115</sup>.

#### V.5. Investidores

Na data base de 30/09/2023, o grupo econômico da B3 possuía 4.85 milhões de CPFs distintos cadastrados na sua central depositária de ações, os quais podem ser associados ao perfil dos investidores de varejo, ainda que com algum grau de imprecisão. Esse valor é cinco vezes maior que os 0.96 milhões de CPFs distintos existentes em maio de 2019, quando da primeira aprovação do programa experimental do RLP, e menor que o pico de 5.35 milhões de julho de 2023<sup>116</sup>.

O grupo econômico também informava possuir mais 38.232 contas de pessoas jurídicas cadastradas<sup>117</sup>, de onde se destacam 10.872 contas de investidores institucionais nacionais e 5.115 contas de investidores estrangeiros, também com caráter fortemente institucional (perfil de investidor informado).

No que tange ao volume financeiro negociado no mercado à vista de ações somado aos derivativos de ações, a B3 apontava que, para o acumulado de 2023 (até o final de setembro), a média mensal da participação para os perfis de investidores

---

<sup>114</sup> Resolução CVM 31, Art.5º, §3º.

<sup>115</sup> A lista de infraestruturas do mercado financeira autorizadas pelo Banco Central do Brasil encontra-se em: [https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/sistemasautorizados\\_spb](https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/sistemasautorizados_spb). Nota-se que na data base escolhida existia uma estrutura prestadora de serviços de compensação e de liquidação (“securities settlement system”, ou “SSS”) fora do grupo econômico da “B3”, porém ela não atuava com valores mobiliários. Além disso, apenas o grupo econômico da “B3” fornecia serviços de contraparte central através das infraestruturas autorizadas a operar.

<sup>116</sup> Dados públicos da “B3”, na seção “Banco de Dados” de seu site de relações com investidores: <https://ri.b3.com.br/pt-br/>.

<sup>117</sup> Aqui pode haver dupla contagem de CNPJs.



“pessoa física nacional” (varejo), “institucionais locais” e “estrangeiros”, respectivamente, encontravam-se em 13.4%, 28.8% e 53.2%.

## V.6. Intermediários

Segundo o cadastro da CVM<sup>118</sup>, para a data base de 30/09/2023, existiam 170 intermediários com registro ativo na CVM, sendo que 65 estavam registrados como corretoras e 105 como distribuidoras de valores mobiliários.

Cruzando as informações de negócio de investidores de varejo no mercado à vista de ações<sup>119</sup> com informações de conglomerados financeiros do Banco Central do Brasil<sup>120</sup>, é possível concluir que na data base de 30/09/2023 esses 105 intermediários estavam divididos em 51 grupos econômicos distintos com algum volume financeiro negociado em 2023, devido ao paulatino movimento de fusões e aquisições pelo qual passa o setor<sup>121</sup>.

Para qualificar melhor o panorama dos participantes em relação ao tema da internalização, a Tabela 5 abaixo foi construída:

---

<sup>118</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Boletim Econômico - Edição 10.

<sup>119</sup> Dados obtidos através do sistema SAM, operado pela Superintendência de Mercados e Intermediários da CVM. Incluem mercado fracionário. Dados de negociação vão até em 30/09/2023.

<sup>120</sup> Disponíveis em:

[https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao\\_instituicoes\\_funcionamento](https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao_instituicoes_funcionamento) .

<sup>121</sup> Ou seja, intermediários sem volume negociado para investidores de varejo num determinado ano não participaram do cálculo. Importante ressaltar que o status cadastral do conglomerado para o último mês disponível para cada ano foi aplicado aos dados diários do ano. Isso tende a majorar o quantitativo de dados associados aos conglomerados que realizam aquisições. Ressalta-se ainda que os conglomerados não são entidades estáticas, tendo sido escolhido o critério mencionado por simplicidade operacional - seria possível mapear conglomerados distintos a cada mês.



Tabela 5 – Indicadores de intermediários de mercado, com base em dados de negociação em mercado organizado de bolsa

Indicador	Descrição	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
<b>Indicadores de volume total de varejo no mercado à vista de ações</b>								
#1_%_Vol_Total	(1)	50.5%	52.4%	53.9%	55.6%	52.5%	47.9%	43.6%
#2_%_Vol_Total		9.0%	8.6%	6.9%	5.0%	5.3%	6.8%	9.3%
#Top5_%_Vol_Total		72.1%	72.8%	72.0%	70.3%	67.5%	65.5%	64.3%
#Top10_%_Vol_Tot al		90.4%	88.4%	87.0%	85.3%	84.0%	81.6%	78.8%
ADTV_Tot_Base_10 0	(2)	242.7	308.4	448.1	451.4	216.4	148.7	100.0
IPCA_Base_100		136.3	131.7	124.5	113.1	108.2	103.7	100.0
<b>Indicadores de “posição não balanceada” em relação ao volume total de varejo no mercado à vista de ações</b>								
#1_PNB/Vol_Total	(3)	15.6%	14.8%	15.2%	14.0%	15.2%	11.5%	12.0%
#Top5_PNB/Vol_Tot al		27.0%	27.1%	27.1%	27.8%	32.7%	26.4%	27.1%
#Top10_PNB/Vol_T otal		25.9%	27.5%	27.2%	23.7%	25.2%	27.9%	23.8%
<b>Indicadores de média diária de investidores de varejo que negociaram no mercado à vista de ações</b>								
#1_InvMed	(4)	104,927	103,283	145,443	151,130	53,891	17,427	11,234
#2_InvMed		54,296	43,450	25,788	27,483	4,791	2,784	2,640
#Top5_InvMed		189,496	173,833	204,858	202,058	67,591	25,045	18,635
#Top10_InvMed		218,809	202,100	239,068	231,973	79,925	31,385	23,403
# Conglomerados	(5)	51	55	59	63	63	67	68
Descrição (1)	Calcula-se o volume financeiro negociado por investidores de varejo no mercado à vista de ações, incluso fracionário, para cada conglomerado, e por fim demonstra-se os resultados em relação à soma total dos conglomerados no ano.							
Descrição (2)	Calcula-se ou o IPCA ou o volume financeiro médio diário negociado por investidores de varejo no mercado à vista de ações, incluso fracionário, para o consolidado em cada ano, e demonstra-se os resultados considerando o valor obtido em 2017 como base 100.							
Descrição (3)	A “posição não balanceada” para cada intermediário, num determinado dia, para cada instrumento financeiro, equivale ao resultado líquido (compra menos venda) das quantidades negociadas por investidores de varejo no mercado à vista de ações, incluso fracionário, multiplicada pelo preço médio do dia. Assim sendo, os indicadores calculam a soma, para um determinado ano, para um determinado conglomerado de intermediários, da “posição não balanceada” dividida pela soma do volume financeiro total intermediado no referido mercado à vista de ações. Em tese, um intermediário que possui interesse em segmentar e internalizar fluxo de varejo, buscaria minimizar o indicador. No caso do “Top 5” e “Top 10” mostra-se a média dos conglomerados ali ranqueados.							
Descrição (4)	Calcula-se a média diária de investidores de varejo que negociaram em cada conglomerado, em cada ano, no mercado à vista de ações, incluso fracionário. Existe uma dupla contagem de investidores no sentido de que um mesmo investidor pode ter negociado em mais de um intermediário ou conglomerado numa mesma data, não sendo possível utilizar os dados como uma medida precisa da contagem de investidores distintos que negociaram.							
Descrição (5)	Calcula-se o número de conglomerados distintos que intermediaram negócios de investidores de varejo via algum intermediário, em cada ano, no mercado à vista de ações, incluso fracionário. A última posição dos conglomerados em cada ano foi utilizada para designar um conglomerado em todos os dias do ano.							

Como conclusões e ressalvas de destaque oriundas da tabela, menciona-se:

- Cada grupo de indicadores possui seu ordenamento próprio, ou seja, a posição de um conglomerado em cada uma das métricas pode ser distinta. No entanto, há um conglomerado líder em primeiro lugar em ambas.
- Desde 2017 o mercado de intermediação passa por um movimento de concentração, via fusões e aquisições. Houve queda no número de conglomerados encontrados e houve elevação na fração referente ao percentual ocupado pelos cinco e dez maiores conglomerados no volume financeiro total de investidores de varejo no mercado à vista de ações.



- Esse movimento acompanhou um expressivo aumento no número de investidores pessoa física: a média diária de investidores que negociaram em algum dos dez maiores conglomerados elevou-se quase dez vezes partindo de 2017.
- Há uma proeminência de um conglomerado líder em ambas as métricas. Esse conglomerado líder tende a possuir ganhos de escala, pois lidera com folga o volume negociado e o número de investidores que realizam negócio.
  - Esse conglomerado líder (em termos de volume financeiro e de média de investidores que negociaram) encontra-se mais bem posicionado que o segundo colocado e que a média dos cinco e dez maiores conglomerados para aproveitar um eventual cenário de internalização, caso implementada em linha com jurisdições do exterior. Além das vantagens nas métricas mencionadas, sua *posição não balanceada tende a ser menor do que a média dos competidores*, o que representa menor risco de impacto adverso de preço em estoques residuais de ativos negociados.

## VI. BENCHMARK INTERNACIONAL

### VI.1. EUA

#### VI.1.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

O “Securities Act” de 1933<sup>122</sup> e o “Exchange Act” de 1934<sup>123</sup> correspondem a leis federais fundamentais para a compreensão do mercado de capitais estadunidense, definindo e regendo atuação da reguladora Securities and Exchange Commission (“SEC”) frente aos valores mobiliários (“securities”) e a atuação das bolsas daquela jurisdição. Em seu complemento, abaixo das leis federais, encontra-se um amplo campo de regulação federal, de alguma maneira disposto no Capítulo II do Title 17 do Código de Regulação Federal<sup>124</sup>.

No que tange a questão da internalização de ordens e infraestrutura de mercado estadunidense, é necessário comentar acerca da “Regulation NMS” (“Reg NMS”), introduzida pela SEC em 2005, aprimorando o conjunto de regulação que já se encontrava no Exchange Act<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup> <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2A>

<sup>123</sup> <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B>

<sup>124</sup> <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II>

<sup>125</sup> MAHONEY, P.G.; RAUTERBERG, G.V., *The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*, [s.l.]: SSRN, 2017, p. 243.



O arcabouço fornecido pela “Reg NMS” é atualmente composto por um conjunto de 16 regulações<sup>126</sup>, desde a “Rule 600” até a recente “Rule 614”, perpassando diversos tópicos referentes à estrutura dos mercados secundários estadunidenses, tais como regras de ambientes de negociação, transparência, questões operacionais de execução de ordens até *disclosure* temático de informações por regulados.

Por sua vez, vale frisar que um subconjunto relevante da “Reg NMS” vem sendo rediscutido e conta com propostas de alteração já enviadas para consulta pública pela SEC, a serem mencionadas tempestivamente.

O tópico de internalização de ordens é um dos temas revisitados nas propostas, no contexto de um forte crescimento do market-share dos internalizadores atacadistas (“wholesalers”) e de questionamentos acerca dos reais benefícios trazidos pelo arcabouço regulatório atual aos investidores de varejo e da potencial falta de isonomia entre os diferentes ambientes de negociação<sup>127</sup>.

Por fim, vale mencionar que nos EUA ainda existem regras complementares da entidade representativa de classe (“national securities association”<sup>128</sup>) e autorreguladora legal FINRA, a qual mandatoriamente congrega os “broker-dealers” registrados na SEC.

#### VI.1.2. Ambientes de negociação permitidos

Em acordo com o “Exchange Act”, a chamada “Rule 600” é a regulação que fornece definições e conceitos para a “Reg NMS”. Um conceito fundamental é o de “NMS stocks”, proposto em 600(b)(54) e 600(b)(55), e que pode ser resumido como ativos listados em bolsa, exceto opções. Estipula-se em 600(b)(95) que há basicamente 5 (cinco) possibilidades de “trading centers” regulamentados para as “NMS stocks”:

- “National Exchanges” (Bolsas):

Definidas pela seção 78c(a)(1) do “Exchange Act”, consistem em entidades que operam ambientes de mercado de bolsa autorregulados, isto é, mercados “visíveis” tradicionais. Em seu turno, a regulação federal 240.3b16<sup>129</sup>, fornece esclarecimentos acerca da definição de bolsa, isentando dessa classificação “broker-dealers” que atuam como meros roteadores de ordem, formadores de

---

<sup>126</sup> <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242?toc=1>

<sup>127</sup> Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule).

<sup>128</sup> Teoricamente é possível que haja mais de uma entidade do tipo. Na prática, entretanto, devemos considerar apenas a atual FINRA para os comandos da regulação.

<sup>129</sup> <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR79287664c327341/section-240.3b-16>



mercado de bolsa ou “dealers” internalizadores (ver abaixo acerca das demais possibilidades).

No entanto, é possível, com base na regulação federal 240.3<sup>a</sup>1-1<sup>130</sup>, que uma entidade que administre ambientes similares aos de bolsa também esteja isento dos requisitos regulatórios de bolsas, desde que: i) seja operado pela FINRA ou equivalente; ii) esteja dentro do arcabouço da “Reg ATS” (ver abaixo); iii) não tenha executado durante os últimos quatro trimestres mais de 50% do volume negociado em qualquer ativo, ou então mais do que 5% do volume total numa determinada classe de ativos, ou ainda acima de 40% do volume médio diário de qualquer classe de ativos; ou iv) não tenha uma dispensa negada pela SEC.

Os mercados de bolsa caracterizam-se pela transparência pré-negociação<sup>131</sup>, pela obrigatoriedade de livre acesso (“fair access”), no sentido de que não é possível impedir discricionariamente “broker-dealers” de se tornarem membros com acesso aos seus serviços<sup>132</sup>, e por serem entidades autorreguladas<sup>133</sup>, cujo regulamento precisa ser sempre aprovado pela SEC<sup>134</sup>.

- “Alternative Trading Systems” (“ATS”):

Nos EUA, os chamados ATS operam ambientes de negociação que se encaixam na definição formal de bolsa, mas que se valem de isenções regulatórias. Uma entidade está apta a registrar-se como ATS caso: i) registre-se perante a SEC como “broker-dealer”; ii) não limite suas operações a notas promissórias e títulos públicos (e seus derivativos não listados); iii) não utilize as dispensas da regulação como bolsa mencionadas nos itens i) e iii) acima.

Não é escopo deste trabalho aprofundar na regulação dos ATS, sendo importante mencionar apenas que diferentemente dos mercados de bolsa, esta categoria não conta com autorregulação<sup>135</sup>, garantia de livre acesso aos serviços (“fair access”), nem transparência pré-negociação para uma “NMS stock”, contanto que o volume médio diário ali executado para um determinado ativo seja inferior a 5% do total consolidado para o ativo nos últimos quatro trimestres<sup>136</sup>.

---

<sup>130</sup> <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFRf2ef38fa463cdfa/section-240.3a1-1> .

<sup>131</sup> Ver discussão abaixo, conforme “Reg NMS”.

<sup>132</sup> Ver seção 78f(b) do “Exchange Act”.

<sup>133</sup> 78c(b)(26).

<sup>134</sup> 78s(b)(1).

<sup>135</sup> Rule 300(a)(2)

<sup>136</sup> Ver Rule 301. A SEC (Release No. 34-96495, p.16) alerta que no final de 2022 apenas um ATS reportava estar sujeito a requisitos de livre acesso e nenhum deles reportava sujeição aos requisitos de transparência pré-negociação.



- Formadores de mercado de bolsa

A Rule 600(b)(32) tipifica os formadores de mercado clássicos (“exchange market-makers”), os quais atuam como “dealers” fornecendo cotações firmes de compra e venda nos mercados em que atuam.

- Formadores de mercado de balcão (“dealers atacadistas” ou no jargão, “wholesalers”)

A Rule 600(b)(64) define os “wholesalers” como entidades que praticam a atividade de “dealer” para uma “NMS stock” fora dos mercados de bolsa, de maneira contínua ou regular, em quantidades menores que um grande lote (“block”), este atualmente definido em 600(b)(12) como uma ordem menor que 10.000 unidades ou USD 200.000.

É nessa categoria de participantes que se concentra a maior parte da atividade de internalização dos EUA, num modelo consagrado de compra do volume de negociação originado em corretoras de varejo (PFOF) e investimento intensivo em tecnologia de roteamento e execução de ordens inteligente.

A atividade de internalização realizada pelos “wholesalers” não conta com transparência pré-negociação (ver adiante) nem requisitos de livre acesso aos serviços<sup>137</sup>. Tais entidades são reguladas pela SEC e pela FINRA no contexto de “broker-dealers” tão somente.

- Broker-dealers

Trata-se de uma categoria residual composta pelos demais “broker-dealers” que internalizam ordens como principal ou agente.

### **VI.1.3. Regime de transparência**

#### **VI.1.3.1 – Transparência pré-negociação**

A “Rule 602” determina em 602(a)(1)(i) que as bolsas devem continuamente disponibilizar aos consolidadores de dados (ver abaixo) as informações de melhor “bid”, “ask” e profundidade de livro agregada para todos os ativos admitidos a negociação em seus ambientes, exceto ordens canceladas e executadas imediatamente após envio pelos “broker-dealers” (uma vez que serão reportadas no pós-negociação). Em 602(a)(2), estipula-se que as bolsas devem identificar os “broker-dealers” responsáveis pela ordem.

A mesma regra, em 602(a)(1)(ii), estipula obrigação similar para a FINRA, em respeito aos seus “broker-dealers”. A FINRA possui um mecanismo para coleta e visualização de cotações por parte de seus associados, a “Alternative Display

---

<sup>137</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 18.



Facility” (ADF), porém na prática a mesma não é utilizada<sup>138</sup>, uma vez que os “broker-dealers” (na condição de internalizadores e ATS) simplesmente optam por executar as ordens recebidas a preços não previamente anunciados.

Ou seja, no caso dos “broker-dealers” (internalizadores ou ATS), *existe obrigação de reportar aos consolidadores de dados as cotações eventualmente divulgadas a público*, porém *não há obrigação de divulgar cotações*<sup>139</sup>, exceto no caso dos ATS, caso ultrapassem o limiar de volume negociado mencionado na subseção acima<sup>140</sup>.

### V.1.3.2 – Transparência pós-negociação

A “Rule 601” comanda que deve haver transparência pós-negociação imediata para todas as transações nos “trading centers”, devendo as bolsas e a FINRA (em função de seus “broker-dealers” associados) produzirem e executarem um “plano de reporte” (ver abaixo), a ser aprovado pela SEC e que contenha os detalhes técnicos pertinentes.

### VI.1.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações

A questão da coleta e disseminação de informações de mercado nos EUA toma um caráter peculiar referente ao cômputo e disseminação de um “national best bid and national best offer” (“NBBO”)<sup>141</sup>, unindo as informações de pré-negociação e pós-negociação dispersas devido ao mercado secundário altamente fragmentado.

A consolidação de informações nos EUA se dá no contexto dos “national market system plans”, definidos em 600(51)(ii) como os instrumentos contratuais formais utilizados pelos mercados de bolsa e pela FINRA para organizar a coleta, consolidação e a disseminação das informações de pré-negociação e pós-negociação de seus associados, em conformidade com o Exchange Act e regulação federal.

A “Rule 608”, por sua vez, fornece o arcabouço regulatório formal para a governança de tais planos, fornecendo condicionantes para a sua proposição, alteração e

---

<sup>138</sup> *Ibid.*, p. 41.

<sup>139</sup> A “Rule 604” ainda fornece a obrigação aos “broker-dealers” internalizadores e aos formadores de mercado de bolsa de atualizar as cotações que por ventura tenham divulgado no caso do recebimento de uma ordem limite que melhore preço ou quantidade em relação àquelas previamente publicadas, porém os isenta no caso de execução imediata, instrução específica pré-estabelecida em contrato para não divulgação, ordens fora do lote padrão (ordens “odd-lot”), ordens de grandes lotes (acima do “block size”), ordens imediatamente roteadas para bolsa ou outro “broker-dealer”, ou ordens “tudo ou nada”.

<sup>140</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 18.

<sup>141</sup> Definido em 600(50).



operação. Consta-se em 608(b)(2) que a SEC possui *poderes de aprovação* sobre os planos, devendo inclusive levá-los a consulta pública ordinária.

Atualmente<sup>142</sup>, existem três planos vigentes<sup>143</sup> no mercado americano, fornecendo as consolidações coloquialmente denominadas como de “fitas”. Cada plano possui o dever de contratar uma entidade definida em lei<sup>144</sup> e regulação<sup>145</sup> chamada “securities information processor” ou “SIP”, esta responsável por consolidar e disseminar as informações de pré-negociação e pós-negociação recebidas em seu âmbito, além de produzir um NBBO referente à fita.

Na prática, as fitas estão divididas por bolsa de listagem primária dos ativos e os SIP de cada fita coletam informações de todas as bolsas onde há cotações e negociações para efetuar a consolidação<sup>146</sup>.

Já no que concerne negociações fora de bolsa<sup>147</sup>, os SIP buscam as informações oriundas dos demais “broker-dealers” que atuam como “trading centers”, os quais,

---

<sup>142</sup> A SEC, em 2020 (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-90610 (Market Data Infrastructure).), editou novas normas no que se refere a consolidação de dados no âmbito do NMS. Os principais motivos para as alterações consistem na crescente disparidade dos dados de acesso público fornecidos pelos SIP em termos de latência e qualidade em relação aos dados proprietários fornecidos pelas próprias bolsas, via feeds diretos. No que se refere aos SIP, a norma permite que ao invés de envio das bolsas e FINRA a um SIP exclusivo da fita, haja permissão para que a informação seja enviada a mais de um consolidador competidor (regulado pela “Rule 614”), ou então a “broker-dealers” que assumam autonomamente a tarefa de consolidação e uso interno, para fins de seu cumprimento do conjunto das normas da “Reg NMS”. Ver: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-34>. Até fevereiro de 2023, o roadmap imaginado pela SEC para a alteração dos “national market plans” ainda não havia sido finalizado, devido a não aprovação pela SEC da proposta do mercado. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 42–46.

<sup>143</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-90610 (Market Data Infrastructure), p. 13. Um plano rege todos os dados da fita da NASDAQ (ver abaixo), ao passo que um segundo plano rege informações de pré-negociação e o último plano rege as informações de pós-negociação das demais fitas.

<sup>144</sup> Ver seção 78c do Exchange Act.

<sup>145</sup> A “Rule 609” comandava o processo de registro dos SIP perante a SEC, registro esse em transição para a “Rule 614” no contexto das reformas pendentes mencionadas acima em nota de rodapé.

<sup>146</sup> A Rule 603(b) em conjunto com 600(58) estipula tal necessidade. Atualmente um SIP opera duas fitas, a primeira referente às listagens no grupo NYSE e a segunda referente à listagem nas demais bolsas exceto o grupo NASDAQ, este associado à terceira fita e ao segundo SIP. Ver ANGEL, James J., Retail Investors Get a Sweet Deal: The Cost of a SIP of Stock Market Data, **SSRN Electronic Journal**, 2018, p. 8–9. e SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-90610 (Market Data Infrastructure), p. 13.

<sup>147</sup> Lembrando que apesar da possibilidade dos “broker-dealers” ou ATS oferecerem cotações públicas as quais deveriam ser agregadas nas fitas, isso não ocorre na prática, havendo apenas a execução de ordens recebidas a preços não previamente anunciados.



via regras da FINRA<sup>148</sup>, reportam as informações a um “Trade Reporting Facility”, ou “TRF”<sup>149</sup>. Nota-se que atualmente existem 3 (três) TRFs<sup>150</sup> em operação no mercado americano, duas sob tutela da NASDAQ e uma sob tutela da NYSE.

Há ainda um quarto plano, determinado pela “Rule 613”, unindo todas as bolsas e a FINRA em prol da criação de uma trilha de auditoria consolidada (“CAT”), capaz de unir todas as negociações e ordens, bem como seus respectivos status históricos, tais como roteamentos, modificações e cancelamentos<sup>151</sup>.

No modelo vigente, os SIP possuem a incumbência de coletar, consolidar e disseminar as informações de pré-negociação e pós-negociação dentro dos seus respectivos “national plans”, coletando em tempo real as informações devidas por bolsas e “broker-dealers” (estes via TRF).

No caso das transações reportadas via TRF, as regras da FINRA exigem que os “broker-dealers” enviem as informações em até 10 segundos da execução da ordem, estando incumbidos por default os “broker-dealers” executores da ordem, preferencialmente os vendedores<sup>152</sup>.

Por fim, com respeito à “CAT”, os requisitos informacionais encontram-se em 613(c). Destaca-se que as informações devem ser enviadas ao SIP do plano no dia seguinte à data de competência do evento reportado, num horário sincronizado.

#### VI.1.3.4 – Condições de acesso às informações

A consolidação e divulgação dos dados pelos SIP consiste num negócio regulado no contexto dos “national plans”. Dados em tempo real possuem acesso precificado com base no tipo de cliente dos SIP, ao passo que dados fornecidos após 15 minutos são gratuitos<sup>153</sup>.

Como instância de proteção aos consumidores dos dados, há a previsão da regra 603(a) de que a informação deve ser produzida e disseminada em termos razoáveis e não discriminatórios. Em seu turno, a Rule 610, em (a) e (b), também estabelece que as bolsas e a FINRA devem fornecer acesso não discriminatório aos SIP no que

---

<sup>148</sup> Lembremos que a FINRA, na sua condição de autorreguladora mandatária no que concerne os “broker-dealers”, sempre participa dos “national plans”. A “Rule 6110” da FINRA formaliza o requisito de transmissão de informações de negociação fora de ambiente de bolsa aos TRF.

<sup>149</sup> ANGEL, Retail Investors Get a Sweet Deal, p. 10.

<sup>150</sup> Ver: <https://www.finra.org/filing-reporting/market-transparency-reporting/trade-reporting-faq#100>. As regras FINRA do conjunto 6300A regem as TRF da NASDAQ e as regras do conjunto 6300B regem a TRF da NYSE.

<sup>151</sup> Ver: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/rule613-info>.

<sup>152</sup> Ver regras 6380A e 6380B.

<sup>153</sup> ANGEL, Retail Investors Get a Sweet Deal, p. 17.



abarca os dados. Em 610 (c), há previsão de tetos para as tarifas de acesso as cotações, as quais são hoje calibradas em um máximo de 0.3% do preço da ação<sup>154</sup>.

Existem clientes voluntários e obrigatórios para os dados dos “national plans”. Por exemplo, os “broker-dealers”, por força da “Rule 603”, possuem obrigação de utilizar as cotações consolidadas nas fitas em suas decisões de melhor execução (ou roteamento) de ordens, sendo clientes “cativos” dos SIP. Existe ainda a possibilidade de venda não regulada de informações adicionais ou de feeds diretos dedicados por parte das bolsas<sup>155</sup>.

Se por um lado, os participantes que consomem os dados (obrigatoriamente ou não) são as fontes de receitas dos SIP, por outro lado, suas receitas são devolvidas para os participantes com proporcionalidade às suas contribuições com os dados, deduzidos os custos operacionais<sup>156</sup>.

Por fim, a respeito da CAT, a regra 613(e) esclarece que o propósito do uso das informações é puramente regulatório, voltado aos autorreguladores (bolsas, FINRA) e à SEC. As informações devem ser confidenciais e utilizadas no âmbito de supervisão de mercado<sup>157</sup>.

#### VI.1.3.5 – Informação divulgada

A governança do regime de transparência, bem como o conteúdo das informações a serem consolidadas e disseminadas pelos SIP, vem sendo objeto de alterações regulatórias, no contexto de um pacote de alterações normativas já aprovadas, mas ainda não plenamente implementadas (ver acima, nota de rodapé).

A Rule 600 já conta, em 600(19), com um conceito atualizado<sup>158</sup> de “consolidated market data”, este dividido em cinco pilares: i) “core data”; ii) dados de cunho

---

<sup>154</sup> A SEC propôs alterações em tais valores, reduzindo o teto para ações com preço acima de USD 1.00, e elevando o teto caso contrário. Ver: <https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf>. Até o momento da elaboração deste documento, não houve edição de nova regra.

<sup>155</sup> A Rule 603(b) obriga o fornecimento da informação em termos equitativos por parte das bolsas e da FINRA, em relação aos SIP frente a outras partes interessadas. No entanto, devido à latência introduzida pelo SIP, há vantagens no feed direto para investidores sofisticados. Ver: JONES, Charles M., *Understanding the market for US equity market data*, 2018, p. 47–48. Conforme exposto abaixo, a SEC aprovou alterações regulatórias acerca do conteúdo dos dados a serem reportados nos “national plans”, de forma a reduzir a discrepância entre dados privados e públicos.

<sup>156</sup> ANGEL, *Retail Investors Get a Sweet Deal*, p. 22–23. Tal ponto é polêmico no contexto da discussão do problema regulatório de “bens públicos”, uma vez que certos participantes internalizadores fornecem apenas dados de pós-negociação, e consomem pré-negociação e pós-negociação.

<sup>157</sup> Ver 613(f).

<sup>158</sup> A SEC aponta as seguintes alterações principais no conjunto de dados exigidos: i) redução nos valores associados aos lotes padrão, com escalonamento por faixa de preço do ativo; ii) alteração



regulatório<sup>159</sup>; iii) dados administrativos<sup>160</sup>; iv) dados de programas específicos de negociação<sup>161</sup>; v) dados adicionais definidos no contexto dos “national market plans”.

Acrescenta-se aqui que os chamados “core data” são definidos em 600(21)<sup>162</sup>, incluindo dados de tamanho de ordens (desagregados e agregados), dados de transações executadas (preço e volume) e os dados de melhor “bid” e “offer”, resultando no NBBO quando consolidados.

No âmbito dos “broker-dealers”, os quais enviam dados granulares aos TRF, há ainda a divulgação pela FINRA de informações de negociação em termos agregados. A Regra 6110 prevê divulgação de dados semanais agregados de negociação por internalizador e no contexto de ATS, contando com delays de até quatro semanas, além de informações agregadas para operações de grandes lotes (“block trades”).

Ademais, as regras 7230A e 7230B ainda especificam que operações abaixo do lote padrão entram nos reportes. Tais regras ainda explicitam alguns detalhes acerca dos campos informacionais a serem enviados para os TRF, dentre os quais ressalta-se a identidade de ambos os “broker-dealer” envolvidos, além da obrigatoriedade de divulgação se a transação internalizada era contra a carteira própria do broker (com ou sem risco) ou se ele agiu apenas como um agente facilitador do cruzamento direcionado.

Por fim, no que abarca o conteúdo informacional da CAT<sup>163</sup>, é notável apontar que são exigidos dados anonimizados das contas que negociam, bem como dados detalhados acerca de originação, roteamento, recepção, modificações, cancelamentos e execuções das ordens.

---

consequente no cálculo do NBBO e cotações protegidas, dependentes do lote padrão; iii) inclusão de exigência de consolidação de informações de ordens fora do lote padrão, com preço igual ou melhor ao NBBO; iv) inclusão de dados de profundidade de livro (cinco níveis adicionais ao “best”), até então obtidos apenas via contratos de feed privado; v) alguns dados específicos de leilão de ativos; vi) dados adicionais no contexto do “national market plan”. Ver: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-311>

<sup>159</sup> Incluem dados referentes a algumas situações atípicas de mercado, além de preços de abertura e fechamento das bolsas de listagem primária.

<sup>160</sup> Definidos em 600(2) como informações técnicas e de controle necessárias para a implementação dos “national market plans”.

<sup>161</sup> Como, por exemplo, eventuais programas de “Retail Liquidity Provision” instituídos pelas bolsas.

<sup>162</sup> Após a alteração normativa, ainda não plenamente implementada, passam a incluir dados de operações fora do lote padrão, dados específicos de leilão de ativos e de profundidade de livro.

<sup>163</sup> Disposto em 613(c)(7)



## VI.1.4. Execução de ordens por internalizadores

### VI.1.4.1 – Melhor execução

Até o momento, a SEC não possui uma regra específica para melhor execução, ficando a cargo das regras da FINRA um arcabouço de proteção ao investidor<sup>164</sup>.

A Regra FINRA 5310<sup>165</sup> discute sobre os requisitos de melhor execução, estabelecendo que em qualquer transação o “broker-dealer” (e seus associados) deve utilizar diligência razoável para determinar o melhor mercado para o ativo em questão e ali negociá-lo, de modo que o preço resultante para o cliente seja o mais favorável possível nas condições de mercado vigentes. Além disso, a regra esclarece que nenhum membro pode transferir para outro sua obrigação de fornecer a melhor execução, no contexto de roteamento de ordens.

Dentre os fatores que são considerados para determinar houve “diligência razoável”, destacam-se: (i) as características do mercado para o título negociado (por exemplo, preço, volatilidade e liquidez relativas); (ii) o tamanho e o tipo da transação; (iii) o número de mercados (locais para negociação) verificados; e (iv) os termos e condições do pedido.

A regra ainda estabelece que os “broker-dealers” devem determinar se existem quaisquer diferenças materiais na qualidade da execução entre os mercados que negociam um valor mobiliário e, em caso afirmativo, modificar os arranjos de roteamento ou justificar por que não são modificados<sup>166</sup>.

---

<sup>164</sup> A SEC, em dezembro de 2022, propôs uma minuta de norma própria para melhor execução, composta por três regras. A primeira (Rule 1100) estipula que qualquer ordem deverá passar por uma diligência razoável capaz de certificar se determinado mercado é o mais favorável para a execução daquela ordem, levando em consideração fatores como preço, velocidade e qualidade geral de execução. A segunda (Rule 1101) dispõe sobre o estabelecimento e cumprimento de práticas e políticas que garantam a melhor execução da ordem do cliente, com três eixos principais, isentando as corretoras que meramente recebem e roteiam ordens (“introducing brokers”): i) estabelecimento de políticas; ii) obrigações acessórias e necessidade de documentação de transações conflituosas, as quais necessariamente incluem execução de ordens contra carteira própria, roteamento ou recepção de ordens roteadas e ordens associadas a pagamento por fluxo de ordens (PFOF); iii) revisão trimestral documentada acerca da qualidade efetiva de execução de ordens, comparando-as com o resultado que poderia ter sido obtido em outros mercados. Por fim, foi incluída também a proposta da Rule 1102, que comanda uma revisão anual de suas políticas e práticas de execução e tratamento de ordens, as quais deverão ser transformadas em relatórios destinados ao board do “broker-dealer”. Ver: ADAM ADERTON *et al*, SEC Proposes Sweeping Changes to Market Structure, p. 2–4.

<sup>165</sup> Ver: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5310>.

<sup>166</sup> Ao revisar e comparar a qualidade da execução de seus atuais arranjos de roteamento e execução de ordens com arranjos alternativos, os seguintes fatores devem ser considerados: (i) oportunidades de melhoria de preços; (ii) diferenças na redução do preço (situação em que um cliente recebe um preço pior na execução do que as melhores cotações vigentes no momento do recebimento da



Outro fator muito importante acerca do tópico nos EUA é a “Rule 611” da SEC, também chamada de “order protection rule”, a qual estabelece limites formais para a melhor execução. Isto é, a regulação obriga todos os “trading centers” a possuírem e executarem políticas de impedimento aos “trade-throughs”, ou negociações a preços piores que os melhores “bid” e “ask” disponíveis nos feeds consolidados - as chamadas cotações “protegidas”<sup>167</sup>.

As cotações “protegidas”, são definidas na Rule 600 (70), representando cotações: i) oriundas de um ambiente automatizado de negociação; ii) divulgadas no contexto de um plano de reporte de transações; e iii) que consistam nas melhores cotações de compra e venda de um ambiente de negociação. A Rule 600 (11) agrega que tais cotações são em termos de ao menos um lote padrão, este definido em 600 (82)<sup>168</sup>.

Isso tudo significa que na prática estadunidense vigente, as cotações protegidas correspondem ao NBBO obtido via conjunto de ordens visíveis iguais ou maiores que um lote padrão enviadas ao mercado de bolsa. Ou seja, o mercado visível de bolsa fornece as cotações protegidas que limitam a execução de todos os “trading centers”, inclusive as negociações internalizadas.

Com o objetivo de promover visibilidade acerca da qualidade de execução de ordens num mercado de liquidez fragmentada, fornecendo subsídios para investidores e “broker-dealers” que recebem e redirecionam ordens, há a “Rule 605”, aplicável aos “market centers”, definidos em 600(b)(46) como o equivalente dos “trading centers”, exceto os “broker-dealers” residuais.

Tal regra obriga os “market-centers” a disponibilizarem ao público um relatório mensal contendo informações estatísticas padronizadas acerca da qualidade de execução de ordens no mês imediatamente anterior. O relatório abarca tão somente “covered orders”, definidas em 600(b)(22) como ordens nas quais o cliente não solicita algum tratamento especial, seja com base no preço de execução (a preços de abertura, fechamento ou ordens “stop”), seja com base em quantidades a serem executadas ou condições de liquidação, dentre outras customizações.

Dentre as informações solicitadas para divulgação pública, é possível apontar: i) quantidades cumulativas de cada ativo executadas por tempo após recepção; ii) quantidades cumulativas de cada ativo executadas, roteadas ou canceladas em

---

ordem pelo mercado); (iii) probabilidade de execução; (iv) velocidade da execução; (v) tamanho da execução; (vi) custos de transação; (vii) necessidades e expectativas do cliente; e (viii) existência de acordos de internalização ou pagamento pelo fluxo de ordens.

<sup>167</sup> A lista de exceções à vedação de “trade-throughs” nos EUA é eminentemente técnica, lidando com situações de mercado tecnicamente atípicas e com a execução de ordens “stop”.

<sup>168</sup> O fato de que as ordens abaixo do lote padrão não compõem o NBBO é parte da discussão empírica acerca dos benefícios da internalização nos EUA, uma vez que parte dos benefícios de melhoria de preço alegada pelos internalizadores poderia ocorrer com o simples envio de ordens aos mercados de bolsa, que cruzariam com liquidez opaca ali disponível. Ver, por exemplo, HITESH MITTAL; KATHRYN BERKOW, *The Good, The Bad And The Ugly of Payment for Order Flow*, p. 8.



relação àquele “market center”; iii) dados acerca de spreads de execução; v) dados acerca de preço de execução e percentual de melhoria de preço; vi) dados de tempo médio para execução.

Por fim, a “Rule 606”, em 606(b), ainda prevê a possibilidade de outro reporte sobre execução, exclusivo para ordens não executadas imediatamente, esse a ser disponibilizado em até sete dias, contingente a pedido do cliente<sup>169</sup>. Esse relatório contém uma série de informações acerca de execução, tais quais: i) condições de execução, como número de ordens com execução contra carteira própria e métricas clássicas de execução; ii) informações sobre roteamento de ordens; iii) informações específicas sobre ordens que tomam ou fornecem liquidez.

Ou seja, no contexto de melhor execução, as regras da FINRA e da SEC condicionam os “broker dealers” a assegurar o melhor preço de execução aos clientes com base no NBBO, muito embora outras variáveis sejam relevantes na determinação dos ambientes de negociação avaliados e escolhidos para negociação. Há ainda um conjunto de informações públicas mandatórias acerca de melhor execução com vistas a promover concorrência e fornecer insumos para avaliação crítica dos investidores.

#### VI.1.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

O PFOF, conforme já mencionado acima, não é vedado nos EUA, consistindo num pilar essencial do modelo de negócio dos internalizadores “wholesalers”. Como estratégia de proteção ao investidor, a “Rule 606”, em 606(a), exige de todos os “broker-dealers” informações trimestrais acerca de todas as ordens “não direcionadas”<sup>170</sup> que foram roteadas a outros pares. Exige-se que tal relatório seja gratuito, disponibilizado com no máximo um mês de defasagem e fique disponível por até três anos ao público.

Dentre as informações exigidas, destaca-se: i) tipo de ordem (se consistiam em ordens a mercado, limite executáveis ou não e outros tipos); ii) 10 (dez) maiores locais de roteamento por número de ordens; iii) para qualquer local de destino correspondente a mais de 5% do total de ordens roteadas, informações percentuais sobre os tipos de ordem ali roteadas, bem como informações sobre PFOF, rebates e quaisquer tipos de comissões pagas e recebidas para tais tipos de ordem; iv) informações qualitativas acerca do relacionamento comercial por detrás do roteamento e comissões mencionadas no item anterior, incluindo questões de incentivos contratuais.

---

<sup>169</sup> Nas situações em que o “broker-dealer” negociou de maneira não imediata uma quantidade de ativos abaixo de 5% do total negociado nos últimos seis meses, ou o cliente específico negociou em média no mesmo período acima de USD 1MM em ordens não imediatamente executadas, o “broker-dealer” está isento da obrigação.

<sup>170</sup> Definidas em 606(b)(27) como ordens especificamente instruídas para execução num determinado local.



#### VI.1.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço

*A priori*, a “Rule 612” impõe “tick-sizes” mínimos de USD 0.01 para ativos cotados igual ou acima de USD 1.00 e de USD 0.0001 para ativos cotados abaixo. No entanto, a SEC<sup>171</sup> clarifica que a regra fornece a restrição de “tick-size” apenas para a *recepção de ordens e divulgação de cotações*, não restringindo a *execução* a incrementos abaixo do “tick-size”.

Devido ao fato de que bolsas e ATS tendem a ser mecanismos automatizados de recepção e cruzamento de ordens, sem negociação proprietária, a possibilidade de negociação abaixo do “tick-size” hoje se restringe aos “broker-dealers” no contexto de internalização e aos mecanismos de RLP em bolsas, munidos de isenções da SEC.

Por fim, ainda é possível mencionar que a SEC propôs recentemente alterações na “Rule 612”, com o objetivo de reduzir o “tick-size” com base numa tabela escalonada, esta variável com base no preço dos ativos<sup>172</sup>. Até o momento da elaboração deste documento, ainda não havia uma regra final editada.

#### VI.1.4.4 – Prioridade de execução

Ainda que também associada ao contexto de melhor execução, a Regra FINRA 5320<sup>173</sup> versa acerca da proibição dos “broker-dealers” de negociarem antes das ordens do cliente. Exceto em situações específicas, um intermediário que aceitar (direta ou via roteamento) uma ordem e não a executar imediatamente, está proibido de negociar tal ativo na mesma direção do mercado em sua carteira própria a um preço capaz de satisfazer a ordem mencionada, a menos que a execute a ordem do cliente logo imediatamente a um preço igual ou melhor e para o total da quantidade desejada.

Tal regra também estabelece que um membro deve possuir uma metodologia em vigor que rege a execução e prioridade de todas as ordens pendentes, consistente com todos os requisitos de melhor execução.

#### VI.1.5. Liquidação de operações

No que abarca o regime *ordinário* de liquidações de operações com ativos listados nos EUA, as operações são enviadas para compensação no sistema da “National Securities Clearing Corporation” (“NSCC”), *clearing* subsidiária do grupo “Depository Trust & Clearing Company” (“DTCC”).

---

<sup>171</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 59–60.

<sup>172</sup> Ver: <https://www.sec.gov/files/34-96494-fact-sheet.pdf>.

<sup>173</sup> Ver: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5320>.



Por sua vez, a liquidação via “Delivery versus Payment” (DvP) ocorre no âmbito da “Depository Trust Company” (DTC), a CSD subsidiária do referido grupo, utilizando as instruções de liquidação de contas oriundas da *clearing* através do “National Settlement Service” (NSS), um sistema do “Federal Reserve”<sup>174</sup>.

Em complemento, as regras da FINRA que regem as transações enviadas aos TRF<sup>175</sup> estipulam que deve haver como padrão o uso de uma “*clearing*” para a liquidação das operações. No entanto, há permissão, caso haja acordo prévio entre as partes, para que haja liquidação fora de uma “*clearing*”. Nesse sentido, a própria SEC afirma que de fato há liquidação fora do âmbito de “*clearing*” no caso de operações internalizadas, tendo solicitado dados acerca do tema em consulta pública<sup>176</sup>.

Associado a tal fato, no que se refere à possibilidade de registros de custódia em contas ônibus, o estudo da ISSA<sup>177</sup> aponta os EUA como uma jurisdição na qual é possível operar tanto com contas ônibus quanto contas segregadas. Ou seja, é possível que haja liquidação de operações internalizadas tanto sem uso de “*clearing*” como sem uso de CSD.

#### VI.1.6. Tendências recentes

Neste ponto vale a pena destacar o *status* atual referente ao “market-share” do volume negociado nos diferentes ambientes de negociação do mercado estadunidense. A tabela abaixo<sup>178</sup> mostra que no que se refere a *quantidade* de ações negociadas no primeiro trimestre de 2022 nos EUA, praticamente 40% já é negociado fora do mercado de bolsa, sendo que a internalização corresponde basicamente a 30 pontos percentuais.

---

<sup>174</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-94196 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle), p. 17–21.

<sup>175</sup> Regras FINRA 6350A e 6350B.

<sup>176</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-94196 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle), p. 17–21 e p.219. Apesar disso, a SEC não mostrou informações referentes ao tema no documento pertencente à versão final da regra de encurtamento do ciclo de liquidação. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96930 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle).

<sup>177</sup> INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA, Inherent Risks Within the Global Custody Chain, p. 68.

<sup>178</sup> Fonte: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 191.



**Tabela 6 – Percentual da quantidade de ações negociadas por ambiente de negociação nos EUA, para o primeiro trimestre de 2022**

Ambiente de negociação	Número de ambientes	Percentagem da quantidade de ações negociadas	Percentagem da quantidade de ações negociadas fora de ambiente de bolsa
Bolsas	16	59.7%	N/A
ATS	32	10.2%	25.2%
Wholesalers	6	23.9%	59.4%
Outros broker-dealers	232	6.3%	15.6%

A SEC ainda conclui com base nos relatórios da “Rule 606” e na “CAT” do mesmo período, que 87% das ordens enviadas a corretoras de varejo (“retail brokers”) são roteadas a “wholesalers” e que apenas algo em torno de 9% são roteadas a mercado de bolsa, sendo que tais ordens são majoritariamente ordens agressoras (tomadoras de liquidez), de rápida execução<sup>179</sup>.

A persistente alta concentração de volume negociado nos “wholesalers” e outros ambientes fora de bolsa, denotando a ausência do investidor de varejo dos livros de ordens tradicionais em bolsa, fez com que a SEC propusesse numa AIR de 2022 uma sensível alteração restritiva acerca das normas que regem a internalização de ordens nos EUA: a proposta da “order competition rule”.

De maneira muito resumida<sup>180</sup>, a proposta:

- Divide os ambientes de negociação em ambientes sujeitos e não sujeitos à competição por execução de ordens (“restricted” e “open competition”, respectivamente). Internalizadores “wholesalers” muito provavelmente seriam enquadrados no primeiro caso, devido aos requisitos regulatórios elevados para o segundo.
- Cria o conceito formal de ordens segmentadas, isto é, ordens de investidores de varejo com baixa seleção adversa<sup>181</sup>, isentando ordens fracionárias, ordens acima de USD 200k ou ordens imediatamente executadas com melhoria significativa de preço (ao “midpoint” ou melhor)<sup>182</sup>.
- Impede ambientes de negociação “restricted” de internalizar uma ordem segmentada antes que tal ordem seja primeiro roteada a um ambiente de

<sup>179</sup> *Ibid.*, p. 201.

<sup>180</sup> *Ibid.*, p. 69–77.

<sup>181</sup> Pessoas naturais com menos de 40 negociações médias por dia nos últimos 6 meses.

<sup>182</sup> Nesse sentido, a SEC, em sua proposta normativa (p.11), reconhece os efeitos da seleção adversa e não vai contra à segmentação de ordens. Busca, no entanto, remediar possíveis falhas de mercado que em sua opinião restringiriam a competição e reduziriam a melhoria de preço fornecida ao investidor de varejo em relação ao seu nível ideal, proporcional a seleção adversa.



- “open competition”, onde estaria sujeita a um leilão com preço limite de execução, no qual os próprios “wholesalers” poderiam participar.
- Caso não houvesse execução integral, a ordem poderia ser internalizada no ambiente “restricted” a um preço igual ou melhor ao preço limite especificado pelo “broker-dealer” roteador.
  - Dentre os requisitos para um ambiente de bolsa obter qualificação como ambiente de “open competition”, destacam-se<sup>183</sup>: i) ser um ambiente de negociações automatizado e que utilize cotações consolidadas no âmbito da “Rule 603”; ii) identificar-se como o local de negociação no âmbito da disseminação de dados da “Rule 603”; iii) possuir volume médio diário de ao menos 1% de todas as “NMS stocks” nos últimos seis meses; iv) refletir as regras dos leilões em seu manual operacional.
  - Dentre os requisitos para um ATS obter qualificação como ambiente de “open competition”, destacam-se<sup>184</sup>: i) ser um ambiente de negociações automatizado e que utilize cotações consolidadas no âmbito da “Rule 603”; ii) identificar-se como o local de negociação no âmbito da disseminação de dados da “Rule 603”; iii) divulgar cotações numa plataforma mantida por autorregulador<sup>185</sup>; iv) permitir que qualquer “broker-dealer” seja um contratante da plataforma<sup>186</sup>; v) conceder acesso não discriminatório no que abarcaria os serviços associados aos leilões de ordens; vi) possuir volume médio diário de ao menos 1% do agregado das “NMS stocks” nos últimos seis meses; vii) refletir as regras dos leilões em formulário público divulgado na SEC.
  - Os dados referentes aos leilões integrariam o conjunto de dados enviados aos SIP e consolidados nas fitas<sup>187</sup>.
  - Poderia haver rebates às taxas cobradas para execução das operações em leilões, limitadas às próprias taxas (isto é, sem comissões negativas)<sup>188</sup>.
  - Nos leilões, haveria prioridade de execução do tipo “preço”-“pessoa natural”-“tempo”<sup>189</sup>.

A proposta atualmente encontra-se em análise das contribuições da consulta pública realizada pela SEC. Ressalta-se que houve críticas à mesma, tanto da parte de notórios “wholesalers”, os quais tentaram argumentar contra a qualidade técnica da

---

<sup>183</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 86–90.

<sup>184</sup> *Ibid.*, p. 90–98.

<sup>185</sup> Numa tentativa de conferir uso à plataforma ADF da FINRA e garantir transparência pré-negociação.

<sup>186</sup> Numa tentativa de ampliar o livre acesso aos ambientes de negociação.

<sup>187</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 106–107.

<sup>188</sup> *Ibid.*, p. 114–115.

<sup>189</sup> *Ibid.*, p. 118.



AIR da SEC<sup>190</sup>, quanto das bolsas<sup>191</sup>, as quais não enxergaram a solução proposta como a melhor para retomar a primazia dos ambientes tradicionais de negociação.

## VI.2. União Europeia

### VI.2.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

Após a introdução de alterações promovidas por uma revisão regulatória no regime fornecido pelo “MIFID1”, a União Europeia opera desde 2018 sob a segunda iteração das regras “Markets in Financial Instruments Directive” ou “MIFID2”<sup>192</sup>, além da “European Markets in Financial Instruments Regulation” (“MIFIR”)<sup>193</sup> + “Regulatory Technical Standards” (“RTS”)<sup>194</sup> e outras regulações pertinentes em âmbito europeu.

Tal revisão regulatória focou, dentre outros aspectos, em elevar os padrões de transparência pré-negociação, inclusive fortalecendo o papel dos “Systematic Internalisers” (SI), agentes previstos para serem especializados na prática de internalização de ordens (ainda que não os únicos).

Ainda vale considerar que tal regime já está passando por uma nova rodada de reavaliação e atualização, devendo finalizar processo legislativo e obter texto final em breve. Dentre os principais pontos em revisão, avalia-se proibir o “payment for order flow” (“PFOF”), operacionalizar concretamente uma fita consolidada de negociação europeia, propor mudanças nos limites de volume para negócios sem transparência pré-negociação (“dark trading”) e alterações no regime de transparência informacional de negociação de ativos “não-equity”<sup>195</sup>.

---

<sup>190</sup> Ver nota de rodapé supra.

<sup>191</sup> Por exemplo, JOHN A. ZECCA, Re: Regulation Best Execution, File No. S7-32-22, Release No. 34-96496; Order Competition Rule, File No. S7-31-22, Release No. 34-96495; Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders, File No. S7-30-22, Release No. 34-96494; Disclosure of Order Execution Information, File No. S7-29-22, Release No. 34-96493..

<sup>192</sup> Diretiva 2014/65/EU para implementação de regulação nacional, a qual tende a ser muito próxima. Link para versão atualizada e consolidada em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

<sup>193</sup> A Regulation (EU) No 600/2014 consiste em regulação direta em âmbito da UE. Link para versão atualizada e consolidada em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0600>.

<sup>194</sup> Conjunto de anexos técnicos para a regulação direta.

<sup>195</sup> Em 2020, a ESMA promoveu uma consulta pública para discutir em termos conceituais certos tópicos do arcabouço fornecido pela MIFID2, tais como regime de transparência, o regime dos Systematic Internalisers (SI) e ambientes de negociação permitidos para ativos na UE. Ver: EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Consultation Paper: MiFID II/ MiFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap



## VI.2.2. Ambientes de negociação permitidos

A União Europeia conta hoje com 5 possibilidades previstas em regulação para a negociação de ativos financeiros. Para os propósitos desse trabalho, podemos conceituá-las da seguinte maneira:

### A - Trading Venues

#### A1 - “Regulated Markets” (RM)

Compreendem os mercados de bolsa tradicionais, operados por administradoras de mercado autorizadas<sup>196</sup>. Frisa-se aqui que dentro dos mercados de bolsa existem plataformas e procedimentos de negociação distintos, incluindo modalidades de negócio fora de livro de ordens que não contam com transparência pré-negociação (a ser abordado adiante), as quais não necessariamente consistem em internalização de ordens.

#### A2 - “Multilateral Trading Facilities” (MTF)

Ambientes multilaterais de negociação operados por administradoras de mercado ou “investment firms”. Agregam e cruzam diversos tipos de partes interessadas em negociar e não possuem discricionariedade na execução de ordens, ou seja, os negócios são executados unicamente com base em regras pré-estabelecidas<sup>197</sup>. Não podem atuar como interpostos entre compradores e vendedores nem via carteira própria<sup>198</sup>. Também não listam ativos, apenas atuando sobre ativos já listados em RM<sup>199</sup>.

#### A3 - “Organised Trading Facilities” (“OTF”)

Tais ambientes espelham requisitos dos MTF, com as seguintes diferenças: a) não podem negociar ativos classificados como “equity” e equivalentes (como consequência da “STO”, ver abaixo); b) possuem discricionariedade na execução das ordens<sup>200</sup>; c) possuem alguma liberdade para atuar como interpostos em

---

mechanism and the trading obligations for shares. Há de se mencionar que dentre as respostas, existem aquelas que defendem que os SI devam ser direcionados apenas para negociações de grandes lotes, como, por exemplo, a resposta do grupo Deutsche Börse Group. Ver <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mifid-ii-mifir-review-report-transparency-regime-equity-and#responses>. Para uma visão geral sobre as possíveis reformas, ver: <https://www.pwc.ch/en/insights/regulation/mifidII-and-mifir-review-agreement-reached-by-council.html>.

<sup>196</sup> Definições acerca dos ambientes de negociação no Artigo 4 da MIFID2.

<sup>197</sup> Artigo 19 (1) da MIFID2 e Artigo 23 (2) da MIFIR.

<sup>198</sup> Artigo 19 (5) da MIFID2.

<sup>199</sup> HAGSTRÖMER, Market Fragmentation in Europe, p. 4.

<sup>200</sup> Artigo 20 (6) da MIFID2.



algumas classes de ativos, com consentimento do cliente<sup>201</sup>; d) podem atuar como “dealers” utilizando carteira própria para títulos públicos sem liquidez<sup>202</sup>.

É possível um registro conjunto de RM e MTF, porém uma entidade registrada como OTF pode ser apenas OTF<sup>203</sup>. O regulador nacional poderá ainda, tanto no processo de registro quanto eventualmente, solicitar explicações aos responsáveis pelo OTF acerca das razões pelas quais seus ambientes não equivalem a outros ambientes regulados<sup>204</sup>.

Ademais, coloca-se aqui que todos os “trading venues” estão obrigados pela Diretiva<sup>205</sup> a conceder “fair access” aos seus serviços.

#### B - “Systematic Internalizers” (“SI”)

Os SI foram concebidos para ser uma estrutura regulamentada dedicada para internalização de ordens, sendo registrados como “investment firms” e conduzindo operações bilaterais de balcão, de caráter “dealer”. É possível uma “investment firm” simultaneamente operar um MTF e ser um SI, desde que haja segregação entre as atividades. No entanto, não é possível operar um OTF e ser um SI simultaneamente<sup>206</sup>.

Sendo assim, a análise de internalização de ordens na União Europeia conduzida neste trabalho focará no regime dos SI, não necessariamente se estendendo a outras modalidades de negócio, em especial aquelas consideradas sem transparência pré-negociação (“dark trading”), independente do ambiente de execução.

Os SI são definidos pela regulação<sup>207</sup> como entidades que negociam ativos em sua carteira própria de maneira frequente, sistemática e substancial. Os SI não podem atuar cruzando ordens de terceiros via sistemas, sem carregar risco, prerrogativa essa dos “trading venues”<sup>208</sup>. Os SI podem negociar quaisquer ativos financeiros,

---

<sup>201</sup> Artigo 20 (2) da MIFID2.

<sup>202</sup> Artigo 20 (3) da MIFID2.

<sup>203</sup> Artigo 20 (4) da MIFID2.

<sup>204</sup> Artigo 20 (7) da MIFID2.

<sup>205</sup> Ver item (14) do preâmbulo da MIFID2.

<sup>206</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, p.50.

<sup>207</sup> Artigo 4 (1) (20) da MIFID2.

<sup>208</sup> Regulation 2017/565, Recital (19) e Artigo 16a, acerca de requerimentos organizacionais e condições de operação de “investment firms”.

Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0565>.



sejam eles negociados em “trading venues” ou não<sup>209</sup>. Além disso, não há previsão de garantia de “fair access” aos serviços prestados pelos SI.

Os SI, em âmbito prático, podem ser basicamente subdivididos em bancos de investimento e “Eletronic Liquidity Providers” (ELPs) – os últimos compostos por contrapartes europeias dos “wholesalers americanos”, sendo os primeiros predominantes em volume negociado<sup>210</sup>.

Para registrar-se como SI perante uma autoridade nacional (ou seja, um regulador nacional), há basicamente dois caminhos:

i) Obrigatório

A Regulation 2017/565<sup>211</sup> fornece um conjunto de parâmetros operacionais para enquadrar obrigatoriamente uma entidade regulada como SI, no que se refere a cada ativo negociado por ela, parâmetros distintos para “equities” e demais ativos financeiros. Ou seja, os regulados são considerados SI em relação a um conjunto de ativos específicos, enquadramento reavaliado pelos regulados a cada trimestre com base nos dados dos últimos seis meses. Tal conjunto de parâmetros operacionais ainda especifica o que consiste “frequente, sistemático e substancial” na letra da regulação.

Nesse sentido, é necessário mencionar que há outra regulação, distinguindo entre ativos considerados líquidos e ilíquidos<sup>212</sup>, utilizada pela primeira nos parâmetros de cálculo para cada de ativo no que concerne o enquadramento de uma entidade como SI.

Dessa maneira, considerando o perfil de liquidez dos ativos:

- A definição de “*frequente*” aborda a periodicidade de negociação do ativo pela entidade.
- Aa definição de “*sistemático*” aborda a quantidade de ordens internalizadas pela entidade para o ativo em relação ao seu total de ordens executadas para o mesmo ativo.
- A definição de “*substancial*” aborda o volume financeiro negociado pela entidade para o ativo em relação ao volume total negociado pela entidade

---

<sup>209</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, p. 85.

<sup>210</sup> OXERA CONSULTING LLP, **Primary and secondary equity markets in the EU**, p. 329–330.

<sup>211</sup> Em seus artigos 12 a 17.

<sup>212</sup> Artigo 2 (1) (17) da MIFID2.



(no agregado de todos os ativos) e ao volume total negociado na UE para determinado ativo<sup>213</sup>.

Por fim, sempre que uma entidade se qualificar ou deixar de qualificar como SI com base em tais parâmetros operacionais, a mesma deve comunicar tal fato a um regulador nacional<sup>214</sup>.

## ii) Autodeclaração

Com base nas definições de SI previstas na MIFID2, os regulados podem fazer um “opt-in” ao regime de SI, através de comunicação à autoridade nacional, independente dos parâmetros operacionais obrigatórios. O regulado pode ainda sair do regime “voluntário” via interação com a autoridade nacional caso não esteja obrigatoriamente sujeito ao regime de SI.

## C - Mercados de balcão (“OTC”)

Os mercados de balcão são obtidos como os ambientes regulamentados “residuais”, ou seja, não são “trading venues” nem “SI”. Aqui vale a pena explicitar o Artigo 23 da MIFIR que institui a chamada “share trading obligation” (“STO”), a qual estabelece que instrumentos “equity” ou equivalentes podem negociar apenas em RMs, MTFs ou SI. Ou seja, nem os mercados de balcão nem os OTF na UE podem negociar instrumentos de caráter “equity” ou equivalentes.

### VI.2.3. Regime de transparência

Conforme já mencionado acima, o arcabouço regulatório vigente na Europa possui como um de seus objetivos principais ampliar o regime de transparência nos ambientes de negociação, bem como manter os “trading venues” e o livro de ordens com a primazia no que tange a formação de preços. Dessa maneira, vale a pena explicitar o regime geral de transparência e posteriormente questões específicas aos SI.

O regime de transparência na UE pode ser dividido em requisitos de transparência pré-negociação e pós-negociação, os quais englobam comandos acerca de: i) quais entidades devem divulgar determinadas informações; ii) quais as informações a serem divulgadas; iii) canais de divulgação; iv) possibilidades de dispensa ou diferimento de divulgação. As possibilidades de dispensa são relevantes pois permitem a negociação de ativos sem transparência pré-negociação (“dark trading”), inclusive em “trading venues”.

---

<sup>213</sup> A ESMA fornece dados auxiliares para o compliance das entidades reguladas.

Ver: <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations> .

<sup>214</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, p. 82.



### VI.2.3.1 – Transparência pré-negociação

#### A – Regime geral dos “trading venues”

O Artigo 3 e o Artigo 8 da MIFIR estabelecem a obrigatoriedade de transparência pré-negociação para “trading venues” no que abarca instrumentos “equity” e equivalentes e “não-equity”, respectivamente.

Tais artigos versam acerca da responsabilidade do operador de mercado ou “investment firm” em divulgar as informações de maneira contínua, em horário normal de negociação, aos mecanismos aprovados de publicação (ver abaixo), de maneira não discriminatória e em condições comerciais razoáveis.

As informações a serem fornecidas consistem em dados de “bid”, “ask” e profundidade, bem como informações de indicações de interesse em negociar<sup>215</sup>, podendo estas ser compreendidas como quaisquer cotações contendo todas as informações necessárias e aptas para serem executadas por sistemas de negociação.

Os requisitos aplicam-se, de acordo com a regulação, para todos os tipos de sistemas de negociação operados pelas entidades, desde livros de ordem contínuos tradicionais, passando por mecanismos de leilão intradiário, sistemas de “request for quotes” e negociação direta por voz.

Para permitir mecanismos sem transparência pré-negociação (opacos ou “dark”), referentes ou não a internalização de ordens, a UE encarregou às autoridades nacionais concederem suas dispensas regulatórias (“waivers”) aos requisitos de transparência, através dos Artigos 4 e 9 da MIFIR. A regulação mencionada estabelece ainda que a ESMA, em seu papel de meta-reguladora, deve ser municiada pelas autoridades nacionais com material técnico acerca das dispensas pleiteadas, devendo emitir um parecer não vinculante acerca da compatibilidade do pleito.

Nesse ponto, é necessário mencionar que a ESMA produz uma série de regulações técnicas suplementares (“Regulatory Technical Standards” ou “RTS”) dispendo acerca dos parâmetros operacionais que qualificam as dispensas previstas na MIFIR. Sendo assim, no caso de instrumentos “equity”, há a Regulation 2017/587<sup>216</sup> (RTS1), e no caso de “não-equity”, a Regulation 2017/583<sup>217</sup> (RTS2). Há ainda questões acerca da avaliação de liquidez dos ativos por parte das autoridades

---

<sup>215</sup> Definidas no Artigo 2 (1) (33) da MIFIR.

<sup>216</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0587> .

<sup>217</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583> .



nacionais para efeitos de dispensa, havendo requisitos técnicos particulares na Regulation 2017/567<sup>218</sup>.

Acerca das dispensas propriamente ditas, **há quatro tipos possíveis para ativos caracterizados como “equity”**<sup>219</sup>:

- “Large In Scale” (LIS):

Dispensas para grandes lotes de negociação, a qual possui como objetivo regulatório mitigar o vazamento de informações. As RTS mencionadas fornecem os parâmetros válidos para a tipificação de grandes lotes.

- “Reference Price Waiver” (RPW)

Permite conceder dispensas para sistemas de negociação aonde o preço do ativo negociado é determinado tomando como base outra fonte de preço de mercado, como por exemplo, o “mid-point” do “bid-ask” spread no “trading venue” de maior liquidez para o ativo<sup>220</sup>.

- “Negotiated Price Waiver” (NPW)

Permite conceder dispensas para sistemas que meramente formalizam negociações privadas fechadas dentro de parâmetros pré-concebidos, tais como: i) estratégias de spread médio ponderado pela profundidade de mercado refletida em um livro de ordens ou sistema de cotação do mesmo operador; (ii) ativos ilíquidos fora da definição geral de iliquidez da MIFIR que são negociados como percentagem de um preço de referência pré-definido pelo mesmo operador; (iii) ativos sujeitos a condições distintas de um preço de mercado<sup>221</sup>.

As ordens executadas sob a égide desse “waiver” tendem a ser operações pré-acordadas bilateralmente, entretanto executadas e liquidadas dentro dos sistemas dos “trading venues”, sendo reportadas posteriormente como pertencentes aos mesmos. Em outras palavras, trata-se de negociações por fora do livro, ou no

---

<sup>218</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0567> .

<sup>219</sup> O documento de opinião da ESMA sobre o tema fornece explicações detalhadas sobre a regulação. Ver: EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, On the assessment of pre-trade transparency waivers for equity and non-equity instruments.

<sup>220</sup> A RTS1 explicita critérios para os quais as autoridades nacionais devem calcular e disponibilizar o volume negociado relevante para comparação.

<sup>221</sup> Quanto ao item iii), a RTS1 fornece situações mandatórias nas quais uma transação é considerada como executada em condições distintas de um preço de mercado, dentro das quais pode se citar: a) transações meramente técnicas, tais como transferências de colateral no contexto de CCPs, “give-ups” e “give-ins” (situações em que uma corretora executa ordens em nome de outra), conversão de títulos, transferência de carteiras de fundos, dentre outras; b) transações de “portfolio”, onde se empacota mais de um ativo numa única cotação de preço, como numa “unit”; c) estratégias de preço médio ponderado.



jargão, “off-book on-venue”, as quais nem sempre contribuem com o processo econômico de formação de preços<sup>222</sup>.

### “Double volume cap” (DVC)

Ainda sobre os “waivers” mencionados, o Artigo 5 da MIFIR estipula um limite duplo para as negociações “dark” baseadas no RPW e no NPW, válidos apenas para negociações conduzidas em “trading venues”: o chamado “double volume cap” ou “DVC”.

A regulação estabelece: i) um limite para o uso dos “waivers” por um determinado “trading venue” de até 4% do volume negociado para o ativo em seus sistemas; e (ii) de até 8% do total agregado negociado na UE para o mesmo ativo. A revisão da regulação já almeja alterar o “DVC”, tornando-o um limite único.

Ainda acerca do “DVC”, a Regulation 2017/577<sup>223</sup> (RTS3) fornece detalhes técnicos acerca dos dados que “trading venues” e outros consolidadores de dados (ver abaixo) devem enviar para suas autoridades nacionais e para a ESMA, almejando operacionalizar um fluxo padrão de dados capaz de facilitar o compliance dos “trading venues”.

- “Order Management Facility Waiver” (OMF)

Consiste em dispensas para ordens “escondidas” nos livros de ordem ou sistemas de cotações, as quais são reveladas contingentemente, sempre que condições objetivas e pré-definidas sejam atingidas, e desde que tais ordens não possam interagir com outras antes de sua divulgação.

Esse tipo de dispensa costuma ser utilizada por ordens “iceberg”, as quais divulgam inicialmente uma fração de seu tamanho, liberando o restante apenas após execução inicial, e por ordens “stop”<sup>224</sup>. A RTS1, por sua vez, estabelece que devem existir limites mínimos de valor de ordem para uso desse “waiver”, sendo o valor pré-estabelecido na regulação para ordens “iceberg” e definido pelo operador do “trading venue” para demais tipos de ordem<sup>225</sup>.

Já em outra faceta, **no que consiste em instrumentos “não-equity”**, além dos “waivers” correspondentes para “LIS” e “OMF”, cujos detalhes técnicos encontram-se na RTS2, menciona-se que não há “waivers” do caráter NPW e RPW, e que existem adicionalmente os seguintes “waivers” específicos:

---

<sup>222</sup> OXERA CONSULTING LLP, *Primary and secondary equity markets in the EU*, p. 328–329.

<sup>223</sup> Ver: [https://eur-lex.europa.eu/eli/reg\\_del/2017/577/oj](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2017/577/oj).

<sup>224</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *On the assessment of pre-trade transparency waivers for equity and non-equity instruments*, p. 8. Vale a pena acrescentar que a prioridade de tempo nos livros é atualizada para o momento de “liberação” do restante da ordem.

<sup>225</sup> *Ibid.*, p. 25.



- “Size specific to the financial instrument” (SSTI)

Consiste em outro “waiver” com base no tamanho da negociação, válido para sistemas de negociação “request-for-quote” e por voz. Os parâmetros específicos de tamanho estão definidos na RTS2. A aplicação desse mecanismo não exclui a possibilidade do “waiver” LIS (que não distingue sistemas de negociação).

- Ilíquidez

Disponível para derivativos não sujeitos à “STO” e qualquer instrumento financeiro classificado como sem mercados líquidos.

- “Exchange for physical” (EFP)

Ordens com propósito de conversão de derivativos e outros ativos no ativo físico subjacente.

- Transações de “portfolio” ou “units”

Dispensa análoga à do NPW, quando: i) não há mercado líquido para um dos componentes da “unit”; ii) quando um dos componentes da “unit” faz jus ao “waiver” LIS; ou ainda iii) quando todos os componentes da “unit” façam jus ao “waiver” SSTI, sempre partindo da premissa de inexistência de um mercado líquido para a própria “unit”.

Por fim, vale a pena frisar que para instrumentos derivativos customizados como hedge de contrapartes não-financeiras, há uma dispensa automática dos requisitos de transparência, sem necessidade de solicitação de “waiver”.

## B – Regime específico dos SI

O regime padrão de transparência dos “trading venues” é espelhado em grande medida pelos SI, tanto no que se refere a pré-negociação como pós-negociação, sendo a obrigatoriedade de transparência o default.

É importante também frisar que as obrigações descritas adiante são referentes apenas a ativos negociados em “trading venues”, não se estendendo a ativos puramente de balcão<sup>226</sup>.

Dessa maneira, **em se tratando de “equity” e equivalentes**, os SI são obrigados por força do Artigo 14 da MIFIR a fornecer transparência pública<sup>227</sup> das suas cotações (“firm quotes”) para os ativos líquidos os quais negociam. Para ativos

---

<sup>226</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics.

<sup>227</sup> A transparência é pública no sentido de que a informação se encontra disponível para qualquer interessado munido de capacidade técnica em obtê-la. No entanto para interagir com as cotações publicadas, é necessário obter o acesso de negociação junto ao SI. Ver: ARAMIAN; NORDÉN, Costs and benefits of trading with stock dealers, p. 11.



considerados sem liquidez, no entanto, os SI são obrigados a fornecer as cotações apenas de maneira privada, aos clientes demandantes específicos.

No que abarca o tamanho das ordens, há uma isenção automática para ordens acima de um tamanho padrão para o instrumento (“standard market size” ou SMS), sendo que os SI possuem discricionariedade para fornecer cotações do tamanho de 10% a 100% do SMS<sup>228</sup>.

Os preços das cotações, por sua vez, devem refletir “condições de mercado do momento”<sup>229</sup>, e as mesmas, de acordo com o Artigo 15, devem ser fornecidas de maneira regular e contínua ao longo do horário oficial de negociação, podendo ser atualizadas a qualquer momento. Além disso, as cotações podem ser retiradas sob condições excepcionais de mercado (definidas em RTS).

No que diz respeito à acessibilidade das cotações publicadas, o Artigo 15 estipula que as cotações devem ser tornadas públicas e de fácil acesso, sujeitas a um critério de razoabilidade comercial. Já o Artigo 17 define que os SI podem, com base numa política comercial objetiva e não discriminatória, decidir o perfil de clientes que poderão ter acesso às cotações, podendo recusar clientes com base em critérios como risco de contraparte e liquidação.

Ainda nessa seara, o mesmo artigo concede permissão aos SI para modular o número máximo de transações que podem ser executadas com um determinado cliente e com o agregado dos clientes, desde que não haja discricionariedade.

**No que abarca “não-equities”**, o modelo dos “trading venues” mantém-se em linhas gerais, porém com as seguintes diferenças previstas no Artigo 18<sup>230</sup>:

- Isenção automática de transparência pré-negociação para negócios acima do SSTI no caso de sistemas “request-for-quote” e negociação por voz.
- No caso de ativos com mercados líquidos, a divulgação de cotações ocorre *publicamente* apenas sob demanda de algum dos clientes do SI, e apenas após a concordância do SI. Quando as condições de liquidez forem temporariamente deterioradas, é possível haver suspensão temporária das obrigações.

---

<sup>228</sup> De acordo com o Artigo 14 (4) o “SMS” para cada instrumento é calculado com base em médias dos tamanhos de negócios realizados nas classes de cada ativo, como ações, ETFs, certificados. A RTS1, no Artigo 11, explicita que operações de grandes lotes são excluídas, e que a janela de tempo é móvel em no máximo um ano.

<sup>229</sup> “Prevailing market conditions”, de acordo com o Artigo 14 (3) da MiFIR.

<sup>230</sup> O diagrama da ESMA fornece uma resposta sucinta ao regime de transparência pré-negociação dos ativos não-equities. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, p. 84.



- No caso de ativos sem mercados ilíquidos, a divulgação das cotações ocorre apenas *privadamente*, aos clientes demandantes específicos, sendo que os SI novamente podem não concordar em fornecer uma cotação. Eles podem ainda valer-se das dispensas concedidas por autoridades nacionais com base no Artigo 9 (1), ou seja, de LIS, SSTI e iliquidez.
- No caso de divulgação das cotações para mais de um cliente, o SI pode executar ordens de qualquer um dos mesmos, caso a ordem seja abaixo do SSTI.

### VI.2.3.2 – Transparência pós-negociação

Verifica-se que o regime geral aplicado aos “trading venues” é o padrão, estendendo-se aos SI em quase todos os aspectos. De acordo com os Artigos 6 e 10 da MIFIR, os “trading venues” possuem responsabilidade de publicar dados de pós-negociação o mais próximo possível do tempo real, e de fornecerem tais informações em termos comerciais razoáveis e não discriminatórios, para todos os instrumentos financeiros ali negociados.

Nesse sentido, o Artigo 14 da RTS1 qualifica o que seria “proximidade de tempo real”, acrescentando que para “equity” e equivalentes as transações possuem um limite de tolerância padrão de até um minuto<sup>231</sup>. O Artigo 7 da RTS2 trabalha da mesma maneira para “não equities”, estabelecendo um limite de até 5 minutos.

Para “equity” e equivalentes, de acordo com o Artigo 7 da MIFIR (estendida a SI pelo Artigo 20), as autoridades nacionais podem conceder permissões para atraso de publicação no caso de operações de grandes lotes<sup>232</sup>, dispensas essas que devem ser de conhecimento público e monitoradas pela ESMA.

Para “não-equity”, conforme Artigo 11 da MIFIR (estendida a SI pelo Artigo 21), as possibilidades de permissões para atraso a serem concedidas por autoridades nacionais englobam transações de grandes lotes ou acima do “size specific to the financial instrument” (SSTI), bem como ativos considerados ilíquidos.

Acerca de tais dispensas concedidas por reguladores nacionais, o Artigo 11 (2) ainda permite que a obrigação de transparência possa ser suspensa inicialmente por até três meses, caso haja deterioração na liquidez do ativo. Por fim, o Artigo 8 da RTS2 fornece um limite de tolerância máximo de até 19hs locais do dia seguinte ao dia de negociação para a permissão de atrasos.

---

<sup>231</sup> Negociações fora do horário de negociação habitual do mercado mais líquido do SI, ou do horário habitual do SI possuem tolerância até o início do próximo dia de negociação. Há ainda a previsão, no mesmo artigo, de dispensa de transparência para transações meramente técnicas.

<sup>232</sup> Parâmetros técnicos dispostos nos Anexos da RTS1, não excedendo o final do pregão.



Dessa maneira, podemos resumir o conteúdo das dispensas do regime informacional europeu através da seguinte tabela:

**Tabela 7 – Resumo das dispensas do regime informacional europeu**

Tipo de ativo	Tipo de dispensa	Regime de transparência	
		Pré-Negociação	Pós-Negociação
Equity	Dispensas por iliquidez do ativo	São obrigados a fornecer as cotações apenas de maneira privada, aos clientes demandantes específicos	N/A
	Dispensas por tamanho da ordem	Podem valer-se das dispensas de “Large In Scale” (“LIS”) concedidas por reguladores nacionais. Nos SI há uma isenção automática para ordens acima do “standard market size” (“SMS”), específico a cada instrumento. As cotações fornecidas podem ser de 10% a 100% do SMS.	Podem ser concedidas por reguladores nacionais.
Não-Equity	Dispensas gerais válidas para ativos líquidos	A divulgação de cotações ocorre <i>publicamente</i> apenas sob demanda de algum dos clientes do SI, e apenas após a concordância do SI.	N/A
	Dispensas por iliquidez do ativo	A divulgação das cotações ocorre apenas <i>privadamente</i> , aos clientes demandantes específicos, sendo que os SI novamente podem não concordar em fornecer uma cotação.	Podem ser concedidas por reguladores nacionais.
		Podem valer-se das dispensas por iliquidez concedidas por autoridades nacionais.	
	Dispensas por tamanho da ordem	Isenção automática de transparência pré-negociação para negócios acima do “size specific to the financial instrument” (“SSTI”) no caso de sistemas “request-for-quote” e negociação por voz.	Podem valer-se das dispensas de “Large In Scale” (“LIS”) e “SSTI” concedidas por reguladores nacionais.
Podem valer-se das dispensas de “Large In Scale” (“LIS”) e “SSTI” concedidas por reguladores nacionais.			

### VI.2.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações

Nesse ponto, é necessário explicitar que o arcabouço regulatório da UE prevê alguns mecanismos possíveis para recepção de informações de pré-negociação e pós-negociação, visando posterior consolidação e divulgação:

- Regulated Markets (RM):



Os próprios ambientes de negociação com esse registro podem ser utilizados para recepção de informações, a depender da situação.

- Approved Publication Arrangement (APA):

Participante regulado definido na MIFIR como autorizado a fornecer serviços de recepção de informações oriundas dos SI.

- Approved Reporting Mechanism (ARM):

Participante regulado definido na MIFIR como autorizado para fornecer serviços de recepção de informações regulatórias (para ESMA e autoridades nacionais), prestando serviços apenas para “investment firms” (ou seja, excluindo “regulated markets”).

- Consolidated Tape Providers (CTP):

Participante regulado definido na MIFIR como autorizado a consolidar dados de pré-negociação e pós-negociação de “trading venues” e APAs. No caso da UE, ainda que as CTPs estejam previstas em norma, ainda não há um CTP em operação, algo almejado na próxima reforma regulatória. Dessa maneira, há fragmentação na divulgação e reporte de informações de mercado, cabendo aos próprios participantes buscarem soluções de consolidação dos diversos mecanismos.

- Arranjos Proprietários:

Em determinadas ocasiões, um participante regulado pode usar meios proprietários para divulgação de dados.

O Artigo 17 da MIFIR permite que os SI divulguem suas informações de *pré-negociação* (suas cotações, ou “firm quotes”) por até três vias: i) APAs (específicos para SI); ii) por mecanismos dos mercados regulados nos quais o ativo esteja listado; iii) ou então por arranjos proprietários.

O Artigo 13 da Regulation 2017/567, por sua vez, esclarece que os SI devem tornar público em seus websites a forma pela qual realizam tal divulgação, que a informação divulgada deve ser “machine-readable” e que numa publicação via APA não é permitido anonimizar a identidade do SI.

Ainda referente aos SI, os Artigos 20 e 21 da MIFIR estipulam que apenas APAs devem ser utilizados para a publicação de dados de *pós-negociação*, sendo que as transações devem ser reportadas de maneira única (sem duplicação de “compra” e “venda”)<sup>233</sup>. Considerando tal necessidade de publicação única, existe uma

---

<sup>233</sup> Segundo a literatura, uma plataforma do grupo CBOE consiste no uso majoritário dos SIs. Ver: ARAMIAN; NORDÉN, Costs and benefits of trading with stock dealers, p. 11.



previsão<sup>234</sup> de hierarquia para a publicação de informações de pós-negociação, a qual sempre coloca o SI vendedor com a primazia.

#### VI.2.3.4 – Condições de acesso às informações

Os Artigos 7 a 11 da Regulation 2017/567 estabelecem diretrizes acerca de condições comerciais referentes a publicação de dados por “trading venues” ou SI. Ou seja, qualificam dispositivos da MIFIR associados ao tema, para casos em que o acesso não é gratuito.

Em resumo, tais dispositivos estipulam que a precificação do acesso deve ser feita com base no custo adicionado de uma margem razoável, rateada ou não com outros participantes parceiros, precificada em acessos individuais e com *disclosure* das condições de acesso. Tal acesso deve considerar, através de política não discriminatória, a forma pela qual as eventuais classes de clientes podem acessar as informações. Além disso, não é permitido venda casada de outros serviços com o serviço de dados.

O Artigo 12 da MIFIR estabelece que a informação de pré-negociação sempre deve ser divulgada separada da pós-negociação, e que a despeito da permissão para comercialização do acesso em termos razoáveis e não discriminatórios, tais informações devem ser liberadas gratuitamente após 15 minutos.

Finalmente, o Artigo 27b da MIFIR estipula que APAs, ARMs e CTPs serão autorizados diretamente pela ESMA, podendo estes corresponderem aos próprios operadores de mercado ou “investment firms” responsáveis por um “trading venue”.

#### V.2.3.5 – Informação divulgada

Conforme já mencionado, tanto para “trading venues” quanto para SI, as informações de pré-negociação exigidas consistem em dados de “bid”, “ask” e profundidade.

Vale a pena aqui mencionar que o Artigo 3 da RTS1 e o Artigo 2 da RTS2 qualificam os detalhes, uma vez que os “trading venues” podem permitir cruzamento de ordens com base em diversos tipos de sistemas e procedimentos de negociação, tais como: i) livros de ordens contínuos<sup>235</sup>; (ii) sistemas baseados em cotações fornecidas por “market-makers” (denominados “quote-driven”); (iii) sistemas baseados em pedidos de cotações (denominados “request for quote”); (iv) sistemas de leilão periódico; (v) sistemas de negociação por voz e; (vi) outros tipos.

---

<sup>234</sup> Artigo 12 do RTS1 e Artigo 7 do RTS2.

<sup>235</sup> Comanda-se a divulgação dos primeiros cinco níveis de profundidade para os livros de ordem contínuos.



No que abarca a transparência pós-negociação, as Tabelas 3 e 4 dos Anexos I de ambas RTS1 e RTS2 fornecem uma lista de campos mandatória a ser divulgada pelas entidades reguladas. Como detalhes relevantes, identifica-se a necessidade de publicação do local de execução e de divulgação das negociações, bem como uma série de “flags” denominando características especiais acerca das transações, tais como a execução da negociação via SI.

#### VI.2.4. Execução de ordens por internalizadores

##### VI.2.4.1 – Melhor execução

O conceito de melhor execução na UE é mais abrangente do que o estadunidense, o qual explicitamente faz do preço de execução o seu pilar. O Artigo 27 da MIFID2 explicita que as “investment firms” devem **tomar todos os passos suficientes** (grifos nossos) para obter o melhor resultado ao cliente, considerando fatores como: i) preço; ii) custos operacionais; iii) velocidade de execução; iv) probabilidade de execução e compensação; v) tamanho; vi) natureza da ordem; vii) e outras variáveis quaisquer que sejam relevantes. No entanto, quando há uma instrução específica do cliente, a mesma deve ser acatada pelo intermediário.

O Artigo 27(5) obriga as entidades reguladas a estabelecerem uma política de melhor execução, ao passo que o Artigo 27(7) comanda o monitoramento da eficácia da política e o Artigo 27(8) fornece aos clientes a possibilidade de requisitar evidências do cumprimento da melhor execução de suas ordens. Ainda pelo Artigo 27(5), a negociação de ativos fora de “trading venues” (o que inclui SI) deve estar prevista pela política, bem como possuir consentimento *a priori* dos investidores.

No que abarca *disclosure*, o Artigo 27(3) exige dos “trading venues” e das “investment firms” dois relatórios públicos acerca de qualidade de execução, sendo o primeiro anual e o segundo trimestral. Estipula também que logo após a execução da ordem, seu local de execução seja comunicado ao cliente.

A Regulation 2017/575<sup>236</sup> (RTS27) fornece detalhes técnicos acerca dos reportes mencionados, tentando capturar: i) métricas de execução clássicas após janelas de tempo diárias pré-determinadas para cada ativo financeiro negociado; ii) dados de custos e rebates aplicados pelo local de negociação; iii) probabilidade de execução; iv) informações adicionais de qualidade de execução para livros de ordem contínuos e sistemas de negociação “quote-driven” contínuos; v) informações adicionais para sistemas baseados em cotações (“quotes”).

Ressalta-se aqui que tais relatórios foram avaliados pela própria ESMA como de baixo custo-benefício e devem ser eliminados na próxima reforma regulatória. Sua

---

<sup>236</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0575>.



divulgação encontrava-se suspensa até fevereiro de 2023 e após seu retorno foram desqualificados de qualquer atividade de supervisão<sup>237</sup>.

Em seu turno, o Artigo 27(6) exige a divulgação pelas “investment firms” dos cinco maiores locais de execução por classe de ativo, bem como informações sumarizadas acerca de qualidade de execução de ordens nos mesmos. Os detalhes dessa exigência encontram-se na Regulation 2017/576 (RTS28) e basicamente requerem a divulgação, segregada em clientes de varejo e profissionais, de: i) percentuais de valor financeiro negociado; ii) percentuais de quantidade de ordens executadas; iii) percentagens de ordens passivas, agressoras e direcionadas. Requerem ainda um sumário qualitativo sobre a relação entre a política de melhor execução e as informações fornecidas.

#### VI.2.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

A revenda de fluxos de negociação, também conhecida como “payment for order flow”, não é vedada na UE, muito embora a ESMA considere que ela possa ser conflituosa e deva ser divulgada aos clientes<sup>238</sup>. A ESMA considerou o tópico, conjuntamente com corretoras que cobram “comissão zero”, como um tópico de importância para a supervisão dos reguladores nacionais, e os instou a priorizá-lo

---

<sup>237</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Deprioritisation of supervisory actions on the obligation to publish RTS 27 reports after 28 February 2023 in light of the ongoing legislative procedure on the MiFID II/MiFIR review.

<sup>238</sup> A Dutch Authority for the Financial Markets (AFM), em seu site, informa que a prática é proibida em sua jurisdição, e que vem advogando tal proibição para toda a União Europeia, com fins de redução de arbitragem regulatória. Ver: <https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2022/februari/kwaliteit-orderuitvoering-pfof>.

Em seu estudo, a AFM analisou comparativamente duas plataformas de negociação que utilizam PFOF, uma plataforma de negociação sem PFOF e uma empresa de investimento de baixo custo. A análise teve como objetivo avaliar a qualidade de execução em termos dos preços de execução. A metodologia utilizada para analisar essa qualidade de execução foi um modelo de preços comparativos, através da coleta de dados pós-negociação de ações holandesas, incluindo preço de execução e se o cliente é comprador ou vendedor. Para cada transação, a AFM comparou o preço de execução com os preços em dez outras plataformas de negociação no mesmo segundo, classificando a execução como “melhor”, “similar” ou “pior”, sendo essa classificação determinada pela posição do preço em relação aos preços nas outras plataformas, e considerando se o cliente era comprador ou vendedor.

As análises revelaram que a maioria das transações de clientes de varejo nas plataformas com PFOF resultou em preços piores do que as transações nas plataformas de referência. Na plataforma sem PFOF, a maioria das transações teve preços de execução semelhantes às plataformas de referência. Para a empresa de investimentos, os preços das transações foram divididos quase igualmente entre piores, melhores e semelhantes. No entanto, a AFM reconhece que outros fatores, como a falta de concorrência para as ordens em uma plataforma específica, podem contribuir para preços de execução menos favoráveis. Ver: THE DUTCH AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS, Assessing the quality of executions on trading venues: The “Comparative Pricing Model”.



durante 2021 e 2022<sup>239</sup>. Espera-se ainda que na próxima versão da regulação tal prática seja vedada.

Por fim, o Artigo 27(3) da MIFID2 indica que nenhuma remuneração recebida por revenda/roteamento de ordens para um determinado local de execução pode ensejar conflitos de interesse.

#### VI.2.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço

Os Artigos 14 e 18 da MIFIR estipulam que as cotações oferecidas por SI devem refletir “condições de mercado” observáveis em “trading venues” para transações dos mesmos ativos ou ativos com as mesmas características.

Os Artigos 15 e 18 da MIFIR, em seu turno, claramente *possibilitam* melhoria de preço, desde que o preço de execução se encontre dentro de um “intervalo próximo às condições de mercado”. O Artigo 14 da Regulation 2017/567 esclarece que o preço melhorado deve encontrar-se dentro do spread oferecido pelo SI.

Em outro documento de esclarecimentos de 2017, a ESMA expôs sua visão de que a melhoria de preços deveria ser significativa e refletindo o regime de “tick-size” dos “trading venues”<sup>240</sup>. Houve então uma atualização pontual na MIFIR em 2019, estipulando via Artigo 17a que o regime de “tick-size” padrão aplica-se de fato aos SI, almejando um arcabouço regulatório isonômico entre SI e “trading venues”.

Ou seja, conclui-se que os SI *podem* realizar melhoria de preço, sujeitos a cotações públicas que reflitam o spread oferecido e o “tick-size” dos “trading venues”.

#### VI.2.4.4 – Prioridade de execução

Existe prioridade de ordens distinta do padrão em alguns sistemas de leilões intradiários, em MTFs. Ali ocorre internalização via cruzamentos não intencionais com “broker-preferencing” (prioridade “preço”-“broker”-“tempo”), à semelhança do mercado canadense. Em 2020, 20% do volume financeiro negociado no maior de tais sistemas utilizou tal prerrogativa<sup>241</sup>.

#### VI.2.5. Liquidação de operações

Na União Europeia, a regulação específica para centrais depositárias (Regulation 909/2014<sup>242</sup>, ou CSDR) prevê explicitamente, em seu Artigo 38, que o investidor

---

<sup>239</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers”.

<sup>240</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, p. 61.

<sup>241</sup> ROSENBLATT SECURITIES, Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão, p. 38.

<sup>242</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0909>.



deve possuir a opção de escolha entre contas ônibus ou contas segregadas, devendo ser informado dos custos e riscos associados a cada uma. Isso significa que o registro de ativos em conta ônibus, bem como compensação e liquidação de operações através dela numa central depositária, é permitido por regulação.

Outro ponto importante na regulação da UE é o de que a atividade de liquidação fora de um sistema formal de liquidação de ativos (“SSS”) é considerada uma atividade regulada. O Artigo 2 da CSDR define um “settlement internaliser” como uma entidade regulada a qual executa ordens de transferência de contas em nome de seus clientes por conta própria, sem uso de SSS. Dessa maneira, é possível que um SI, caso deseje, comande a liquidação de suas operações internalizadas.

O Artigo 9 da CSDR prevê que os “settlement internalisers” devem fornecer um relatório trimestral para suas autoridades nacionais contendo o valor e volumetria de suas operações liquidadas fora de um SSS, devendo tais autoridades nacionais encaminhar as mesmas à ESMA sem atraso. Os detalhes técnicos de tal relatório encontram-se na Regulation 2017/393<sup>243</sup> e na Regulation (EU) 2017/391<sup>244</sup>.

Também relevante para a discussão é o resultado do documento de avaliação acerca de “settlement internalisers” realizado pela ESMA para a Comissão Europeia. Neste documento há a indicação por parte das autoridades nacionais de que o tema não enseja riscos relevantes, apenas questões mais brandas de risco operacional, não devendo ser sequer regulamentado, na opinião da maioria delas<sup>245</sup>.

Ainda a respeito do aparato de pós-negociação tradicional na UE, é importante mencionar a existência do novo SSS fornecido pelo Eurosystem<sup>246</sup>, o “Target-2-Securities”, ou “T2S”. O T2S presta serviços para diversas CSDs europeias (ao menos 20, porém não se trata de um sistema mandatário<sup>247</sup>), conectando-as aos bancos liquidantes e permitindo a liquidação via DvP em euros e em outras moedas. Espera-se que o T2S seja consolidado ao TARGET2 (sistema europeu de liquidação de pagamentos bancários) num grande hub de liquidação financeira.

#### VI.2.6. Tendências recentes

O uso relativo dos ambientes de negociação pode ser inferido a partir de valores reportados com base nas regras de transparência pós-negociação (ver acima). No

---

<sup>243</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0393>.

<sup>244</sup> Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0391>.

<sup>245</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Report to the European Commission: CSDR Internalised Settlement, p. 8–9.

<sup>246</sup> Ver: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/eurosystem-mission/html/index.en.html>.

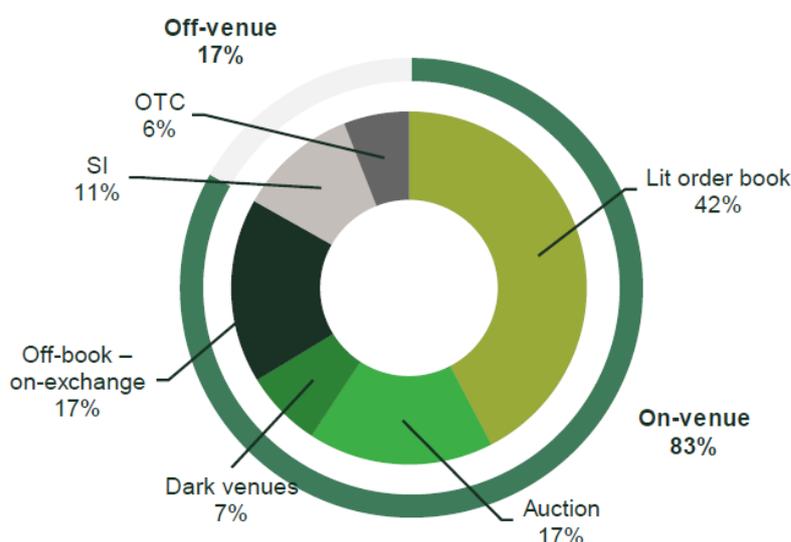
<sup>247</sup> De acordo com o Relatório Anual de 2022. Ver: <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/html/ecb.t2sar2022.en.htm#toc17>.



entanto, devido às possibilidades de interpretação dos valores reportados, é possível chegar em valores distintos.

Nessa seara, a consultoria Oxera, partindo de uma metodologia própria que elimina transações marcadas como “sem contribuição para a formação de preço” (ver acima acerca de “waivers” de pré-negociação) e negociações fora do horário padrão, reporta que no primeiro trimestre de 2021 os SI responderam por 11% do volume financeiro total negociado em ambientes regulados na UE, ao passo que os mercados de balcão por 6%, sendo o restante considerado como negociado em “trading venues”, seja de maneira transparente ou opaca (valendo-se de um dos “waivers” mencionados acima)<sup>248</sup>.

**Gráfico 1: Percentuais de volume negociado em ambientes de negociação europeus, conforme metodologia da consultoria Oxera, em 2021 Q1**



Note: See note to Figure 3.2.

Source: Oxera analysis based on big xyt and Cboe data.

## VI.3. Austrália

### VI.3.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

Em 2013, uma série de revisões às “Market Integrity Rules” (doravante, “MIR”) foram conduzidas pela Australian Securities & Investments Commission (ASIC), tendo em vista, dentre outros objetivos, atualizar tópicos pertinentes a internalização

<sup>248</sup> OXERA CONSULTING LLP, The landscape for European equity trading and liquidity, p. 17.



de ordens e negociações sem transparência pré-negociação ( opacas ou “dark”)<sup>249</sup>. O assunto foi acompanhado subsequentemente via relatórios especializados, sem novas alterações normativas desde então. Sendo assim, o arcabouço regulatório a ser analisado tem como base a versão mais recente das normas, de 2017<sup>250</sup>.

### VI.3.2. Ambientes de negociação permitidos

A MIR prevê em suas definições, além dos mercados de bolsa tradicionais (“trading platforms” operadas por “market operators”), a existência dos “crossings systems”, sistemas multilaterais automatizados fornecidos por participantes regulados. As possibilidades de cruzamento de ordens nos “crossing systems” podem se dar entre ordens de clientes da plataforma, entre ordens de clientes e de outras entidades que acessam o sistema, ou ainda contra a carteira própria do participante<sup>251</sup>.

A ASIC, em um guia orientativo de suas regras<sup>252</sup>, nos esclarece que os “crossing systems” podem ser sistemas tradicionais de internalização, com cruzamento automático de ordens entre clientes ou com a carteira principal dos “broker-dealers”, ou então sistemas alternativos, em especial variantes nas quais o “crossing system” atua apenas como agente, sem tomar riscos nas transações. Há ainda sistemas agregadores, que permitem roteamento inteligente de ordens entre os vários “crossing systems”, sempre buscando melhores oportunidades de execução.

A ASIC<sup>253</sup> ainda explicita que as ordens executadas em “crossing systems” são sempre opacas (“dark”), isto é, valem-se de dispensas do regime padrão de transparência pré-negociação (ver adiante).

Vale ressaltar em complemento que os mercados de bolsa tradicionais também podem possuir sistemas próprios para a execução de ordens opacas (ver abaixo

---

<sup>249</sup> Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/dark-liquidity-and-high-frequency-trading/>.

<sup>250</sup> Ver: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2023C00309>.

<sup>251</sup> Tais sistemas *podem* ser multilaterais, não devendo obrigatoriamente ser. Uma lista de “crossing systems” regulados encontra-se em: <https://asic.gov.au/crossing-systems>. Os “crossings systems” australianos tendem a ser operados por bancos de investimento australianos e internacionais. Ver: AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity, p. 45.

<sup>252</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 73–74.

<sup>253</sup> *Ibid.*, p. 73.



sobre “broker-preferencing”), porém operando sob as regras específicas para mercados de bolsa tradicionais<sup>254</sup>.

Ou seja, em suma, na Austrália, pode haver negociação opaca dentro ou fora do mercado de bolsa. Toda internalização consiste em negociação opaca (“dark”), porém nem toda negociação opaca é internalização.

O capítulo 5A da MIR oferece o arcabouço regulatório específico dos “crossings systems”. Nesse sentido, a regra 5.A.1.1 fornece o conjunto inicial de informações a serem divulgadas ao regulador quando do pedido de registro, devendo tal pedido conter, dentre outras: i) critérios comerciais de elegibilidade da plataforma; ii) informações técnicas sobre priorização, cruzamento e limpeza do estoque de ordens e determinação de preços; iii) tarifas pagas ou cobradas e rebates pagos ou recebidos pela plataforma; iv) formas de negociação do crossing system (ver acima acerca de sistemas multilaterais); v) nome dos mercados nos quais informações de pós-negociação são reportadas e transações são executadas (ver abaixo sobre transparência). A regra 5.A.1.2 ainda estipula que os responsáveis pelo “crossing system” devem atualizar mensalmente os reguladores acerca de tais parâmetros.

Por sua vez, a regra 5.A.2.1 comanda acerca de divulgação de informações ao público em geral<sup>255</sup>, devendo os “crossing systems” manter gratuitamente em seu website dados acerca de: i) produtos negociados; ii) critérios de acesso aos sistemas, uma vez que não há previsão de livre acesso<sup>256</sup>; iii) outros “crossing systems” para os quais ordens são roteadas ou dos quais ordens são recebidas para execução.

---

<sup>254</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity, p. 46–47.

<sup>255</sup> Atualizações no website devem ser realizadas em até um dia útil da alteração nos procedimentos e comunicadas à ASIC.

<sup>256</sup> Os esclarecimentos da ASIC mostram que os crossings systems podem ou não conceder acesso a diferentes tipos de participantes, tais como HFTs, institucionais ou varejo, com requisitos diferentes de elegibilidade técnica. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators, p. 76. Apesar da ausência de livre acesso, deve haver tratamento isonômico aos participantes aceitos. Ver: *Ibid.*, p. 82.



Por fim, a regra 5.A.2.2 estipula um conjunto de informações que devem ser fornecidas aos usuários do sistema antes da primeira negociação, tais como: i) acesso às informações públicas acerca do sistema; ii) um conjunto de informações não-públicas, tais quais obrigações do usuário, procedimentos operacionais detalhados e; iii) informações de tarifas.

### VI.3.3. Regime de transparência

#### VI.3.3.1 – Transparência pré-negociação

De acordo com a regra 6.1.1 da MIR, participantes de mercado só podem executar ordens contando com transparência pré-negociação, com exceção das seguintes situações, onde enquadram-se as possibilidades de internalizar via “crossing systems”<sup>257</sup>:

- Grandes lotes

De acordo com a regra 6.2.1, há uma tabela escalonada de tamanho mínimo para enquadramento das operações como “grandes lotes” fornecida pela ASIC, variando conforme o tipo de produto<sup>258</sup>. Há ainda, de acordo com a regra 6.2.2, isenções de transparência para transações de “portfolios”<sup>259</sup>.

- Negociações com melhoria de preço

De acordo com a regra 6.2.4, a melhoria de preço em relação ao “Best Available Bid” e ao “Best Available Offer” do mercado australiano corresponde a no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível.

Por fim, vale a pena notar que a regra 6.1.5 prevê a possibilidade de ordens parcialmente reveladas dentro dos livros de ordem tradicionais, devendo as mesmas cumprir praticamente todos os mesmos requisitos de transparência, exceto por parâmetros de preço ou volume necessários para a execução da estratégia opaca. O guia de esclarecimentos da ASIC<sup>260</sup> ainda confirma que a parcela opaca de tais ordens não possui prioridade de execução sobre as demais ordens visíveis do livro.

---

<sup>257</sup> Há ainda isenções para negociações permitidas antes e após o horário padrão, porém não tão relevantes para o escopo de internalização.

<sup>258</sup> Os valores atuais são de no mínimo AUD 200.000. Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/block-trade-tiers/>.

<sup>259</sup> Havendo um valor total mínimo de AUS 5 milhões e no mínimo 10 ativos (mínimo de AUD 200.000 por ativo).

<sup>260</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 98.



### VI.3.3.2 – Transparência pós-negociação

Todas as operações executadas no mercado australiano, inclusive operações internalizadas, devem contar com transparência pós-negociação imediatamente após sua execução, devendo ser reportadas a um operador de mercado regulado com o objetivo de constar no feed oficial do último<sup>261</sup>. Operações de repasse de ordens, em seu turno, não necessitam de transparência<sup>262</sup>.

A regra 6.4.1 permite atraso na divulgação de informações de pós-negociação no caso de grandes lotes, fornecendo uma tabela escalonada de tamanho mínimo (no mínimo AUD 2 milhões) para enquadramento das operações, a depender do tipo de produto. A classificação do tipo de produto cabe ao próprio operador de mercado<sup>263</sup>.

De acordo com a regra 6.3.1(2), o atraso mencionado vale apenas enquanto existir risco de principal por parte do participante de reporte, não devendo ultrapassar, de acordo com a regra 6.3.1(3), o horário de 13 horas do pregão seguinte, na pior situação.

### VI.3.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações

Conforme mencionado, para operações internalizadas no mercado australiano as informações de pós-negociação são as únicas a serem publicamente divulgadas. Quaisquer mercados organizados de bolsa podem ser utilizados como receptores das informações.

A regra 6.3.2 da MIR, tendo como objetivo o reporte único das operações, estipula que nas situações em que há mais de um potencial participante com obrigações de reporte, o participante de execução da ordem será o responsável. No caso de ambos os participantes satisfazerem a condição de execução, como por exemplo, numa negociação manualmente pré-estabelecida, a obrigação recai sobre o vendedor, exceto caso contrário acordado pelos participantes.

A regra 6.3.4A, por sua vez, obriga o operador de mercado receptor das informações de pós-negociação a verificar a conformidade das ordens sem transparência pré-negociação em relação aos seus parâmetros de dispensa válidos. Ainda, em certas dispensas de transações de “portfolio”, caso o operador chegue à conclusão de que houve execução indevida, ele possui poderes para não publicar os dados, desfazer a negociação e tomar medidas cabíveis.

De acordo com seu guia orientativo mais recente, a ASIC atualmente não regulamenta consolidadores de dados, a despeito das obrigações existentes para

---

<sup>261</sup> Regra 6.3.1, reforçado por pelos esclarecimentos da ASIC. Ver: *Ibid.*, p. 100.

<sup>262</sup> Regra 6.3.1AB.

<sup>263</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 101.



operadores de mercado e outros fornecedores de dados. Em complemento, a ASIC fornece um guia de padrões mínimos para a consolidação de dados por eventuais interessados<sup>264</sup>.

Por fim, é cabível ressaltar que a ASIC, em sua condição de reguladora, estipulou a obrigatoriedade de fornecimento de um feed específico de dados por cada operador de mercado, para transmissão de dados de pré-negociação e pós-negociação<sup>265</sup>.

#### **VI.3.3.4 – Condições de acesso às informações**

A regra 6.3.5 da MIR obriga os operadores de mercado a divulgarem as informações de pós-negociação em termos comerciais razoáveis e de maneira não-discriminatória, ao passo que a regra 6.3.6 os obriga a fornecer tais informações de maneira gratuita com um atraso de até 20 minutos, em seu website.

#### **VI.3.3.5 – Informação divulgada**

No que tange a informações pré-negociação (para as quais há isenção no contexto de internalização), as regras 6.1.4 e 6.1.5 versam, respectivamente, acerca dos campos informacionais exigidos para o mercado de “equity” e títulos públicos australianos. As informações consistem basicamente em campos de “timestamp” da recepção da ordem, identificação do produto, volume, tipo de ordem, preço e moeda de cotação. Alguns detalhes de divulgação constam na Tabela 13 do Apêndice II do Regulatory Guide 172 da ASIC<sup>266</sup>.

As regras 6.3.7 e 6.3.7A da MIR, em seu turno, estipulam sobre o conteúdo das informações de pós-negociação a serem divulgados para o mercado de “equity” e títulos públicos australianos, respectivamente. Tais dados são semelhantes aos de pré-negociação, acrescidos de um campo específico para denotar qual exceção de transparência pré-negociação foi utilizada. Alguns detalhes de divulgação constam na Tabela 14 do Apêndice II do Regulatory Guide 172 da ASIC.

O Capítulo 7 da MIR ainda versa acerca do conjunto de dados não públicos a serem fornecidos pelos participantes de mercado aos operadores de mercado e à ASIC, com fins regulatórios. A regra 7.4.2(2), conforme esclarecimento da ASIC<sup>267</sup>, circunscreve tal obrigação também para as ordens executadas fora de livro de ordens (o que inclui ordens internalizadas), para ambos os lados da transação. A

---

<sup>264</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators, p. 84–85.

<sup>265</sup> Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-supervision/australian-market-regulation-feed/>.

<sup>266</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators.

<sup>267</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 105–106.



regra 7.4.4 determina o conteúdo de tais informações, compostas por: i) local de cruzamento ou execução da ordem; ii) posição do participante na ordem (principal ou agente); iii) local de origem da ordem; iv) “flags” de roteamento por “wholesalers”.

#### **VI.3.4. Execução de ordens por internalizadores**

##### **VI.3.4.1 – Melhor execução**

A regulação australiana, via regra 3.8.1 da MIR, diferencia o conceito de melhor execução para clientes de varejo dos clientes de atacado (“wholesalers”)<sup>268</sup>. No caso de varejo, exceto em caso de instrução explícita para o contrário, a melhor execução corresponde ao melhor preço ajustado pelo custo financeiro de transação. Já no caso de clientes de atacado, condições como velocidade e probabilidade de execução são agregadas.

Em seus esclarecimentos, a ASIC informa que pode haver, no caso do atacado, preferência implícita para os fatores agregados. Além disso, orienta que a possibilidade de melhoria de preço em operações internalizadas deve ser um fator considerado na busca pela melhor execução<sup>269</sup>. Por fim, considera que a venda casada de serviços adicionais, tais como “research”, não deve orientar as considerações de melhor execução<sup>270</sup>.

No que abarca políticas de melhor execução, as regras 3.9.1 e 3.9.2 da MIR ditam seus contornos, sendo que a política deve prever em que circunstâncias as ordens podem ser enviadas para mecanismos de internalização, próprios ou de terceiros. A regra 3.10, por sua vez, indica a necessidade de divulgação do conteúdo da política para os clientes. Já a regra 3.11 permite ao cliente, com base em pedidos considerados razoáveis, obter informações comprobatórias acerca da melhor execução de sua ordem.

Por fim, ainda faz sentido mencionar a regra 5A.3.4, na qual um investidor possui direito de realizar um “opt-out” de ter suas ordens de executadas num “crossing system”, sem ônus adicional. Na prática, portanto, um cliente pode optar por não ter suas ordens internalizadas.

---

<sup>268</sup> Os esclarecimentos da ASIC (*Ibid.*, p. 33–34.) dizem que a definição de cliente de atacado consta no Capítulo 7 do “Corporations Act” australiano, sendo que os clientes de varejo são definidos por negação. Como clientes de atacado, além de empresas de maior porte, constam investidores profissionais ou “qualificados” (definido naquele documento), operações acima de AUD 500 mil e investidores com ativos acima de AUD 2.5 mi e renda de ao menos AUD 250 mil ao ano.

<sup>269</sup> *Ibid.*, p. 35–36.

<sup>270</sup> *Ibid.*, p. 43.



#### VI.3.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

A regulação australiana possui como objetivo coibir o pagamento por fluxo de ordens, conforme regra 5.4B.1. A regra estipula que um participante não pode pagar pelo fluxo de ordens adquirido um valor acima da comissão recebida originalmente por um funcionário ou por outra empresa do grupo econômico do vendedor.

Os esclarecimentos da ASIC nos fazem interpretar no sentido de que “comissões negativas” são vedadas em toda a cadeia de direcionamento da ordem, devendo cada um dos participantes envidar esforços razoáveis para assegurar compliance. Além disso pontuam que tais proibições não se aplicam a comissões e rebates tradicionais de mercados de bolsa<sup>271</sup>.

#### VI.3.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço

Acima comentamos que de acordo com a regra 6.2.4 da MIR, é necessária melhoria de preço em relação ao “Best Available Bid” e ao “Best Available Offer” do mercado australiano para que haja uma negociação sem transparência pré-negociação, melhoria essa de no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível, caso melhor, para uma operação não enquadrada como “grandes lotes”.

A regra 5A.5.1 estipula que um “crossing system” deve usar o regime padrão de “tick-size”, este dependente do preço do ativo (podendo até ser inferior a 1 centavo no caso de ativos de baixo valor unitário nominal). A regra ainda isenta transações de grandes lotes do regime de “tick-size”, bem como as operações atreladas ao “mid-point”.

#### VI.3.4.4 – Prioridade de execução

A regra 5A.3.3 estipula que as ordens do cliente possuem prioridade de execução sobre ordens do participante responsável pelo “crossing system”, na condição de principal. Além disso, a ASIC reporta que são permitidas ordens do caráter “broker preferencing” no mercado australiano, sendo observadas nos sistemas de negociação opaca fornecidos por administradoras de mercado de bolsa<sup>272</sup>.

#### VI.3.5. Liquidação de operações

As regras do mercado australiano não são taxativas no que diz respeito a obrigar os participantes de mercado a liquidarem operações internalizadas utilizando um “Securities Settlement System” (SSS) regulado. Diferentemente da União Europeia, não há previsão de regulação sobre liquidação internalizada.

---

<sup>271</sup> *Ibid.*, p. 131–134.

<sup>272</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity, p. 55–58.



Sendo assim, entende-se que as operações internalizadas no mercado australiano podem ser liquidadas internamente nos sistemas dos próprios participantes, muito embora também possam ser instruídas para liquidação no sistema CHES, fornecido pela central depositária do grupo ASX<sup>273</sup>.

Corroborando tais conclusões, podemos citar um estudo de 2017 da ISSA<sup>274</sup> o qual tipifica a Austrália como um exemplo de jurisdição possuindo tanto contas ônibus quanto contas individualizadas nas centrais depositárias. Tal possibilidade de liquidação fora de um “SSS” regulado possui referências bibliográficas desde 2008 (Banco Central Australiano)<sup>275</sup>, passando por uma referência explícita da ASIC, no contexto da reforma regulatória de 2013<sup>276</sup>.

### VI.3.6. Tendências recentes

Nessa seara, dados de março de 2023 fornecidos pela ASIC<sup>277</sup> mostram que pouco mais de 25% do volume total de negociação na Austrália corresponde a negociações opacas (internalizáveis), estando igualmente divididas entre negociações de grandes lotes e negociações abaixo de tal limite, as últimas contando com melhoria de preço (ver acima).

#### Gráfico 2: Percentuais de negociação opaca no mercado australiano, conforme a ASIC

---

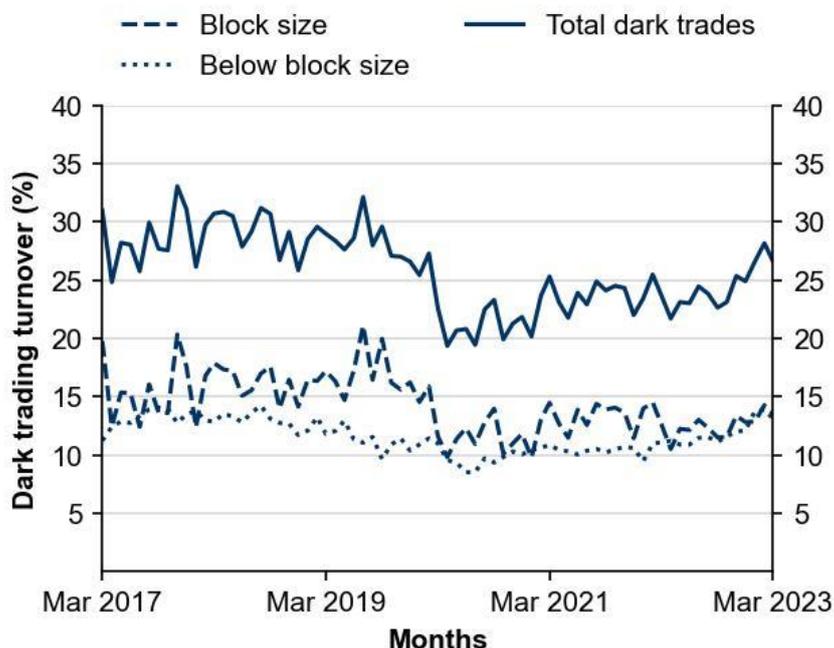
<sup>273</sup> “Between T+1 and T+2, participants can also instruct CHES to include additional non-novated (off-market) transactions in the batch at T+2. Non-novated transactions mainly arise from three types of activities: pre-positioning transfers of securities across accounts; securities lending to cover a short sale or a shortfall in a participant's securities account; and off-market trades. Pre-positioning, or ‘priming’, involves transferring securities to a participant's ‘entrepot’ settlement account, i.e. a centralised settlement account. Non-novated transactions also include trades in non-ASX-listed securities undertaken on trading platforms operated by ALMOs.” Ver: <https://www.rba.gov.au/payments-and-infrastructure/financial-market-infrastructure/clearing-and-settlement-facilities/assessments/2017-2018/asx-securities-settlement-facilities/standard-10.html> .

<sup>274</sup> INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA, Inherent Risks Within the Global Custody Chain, p. 68.

<sup>275</sup> RESERVE BANK OF AUSTRALIA, Review of Settlement Practices for Australian Equities, p. 2–3.

<sup>276</sup> AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 331: Dark liquidity and high-frequency trading, p. 58. O relatório da ASIC afirma que a prática padrão para liquidação das operações internalizadas não envolve uso de *clearing*, com os participantes de mercado assumindo o risco de crédito e contraparte inerente.

<sup>277</sup> Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/equity-market-data/2023/equity-market-data-for-quarter-ending-march-2023/#fig1> .



Dados da bolsa Chi-X de 2021<sup>278</sup> indicam que os “crossing systems” perderam relevância desde as reformas regulatórias mencionadas acima, aproximando-se de apenas um quarto desse mercado opaco (ou seja, próximo de 6.25 pontos percentuais do total). Em contrapartida, sistemas de cruzamento opaco ao “mid-point”, em especial o sistema da ASX, tornaram-se relevantes.

## VI.4. Canadá

### VI.4.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

Em primeiro lugar, é necessário mencionar mudanças recentes na estrutura regulatória do mercado de capitais canadense, a qual é distinta dos demais países. O Canadá é marcado por uma descentralização provincial no que tange a regulação de conduta do mercado de capitais, havendo um órgão regulador para cada província e um órgão nacional guarda-chuva, a Canadian Securities Administrators (CSA)<sup>279</sup>, este existente para coordenar ações e harmonizar a regulação<sup>280</sup>.

Existem versões das regulações consideradas como sendo “nacionais” (chamadas “National Instruments”) em todas as províncias e algumas regulações consideradas

<sup>278</sup> Ver: <https://news.fixglobal.com/beware-of-the-shallows-a-deep-dive-into-public-dark-pool-trading-in-australia> .

<sup>279</sup> Ver: <https://www.securities-administrators.ca/about/> .

<sup>280</sup> Pode haver diferenças pontuais entre as regulações aplicadas em cada província. Ver: <https://www.securities-administrators.ca/resources/access-rules-policies/#:~:text=A%20National%20Instrument%20is%20an,all%20Canadian%20provinces%20and%20territories> .



como sendo “multilaterais”, estas válidas em mais de uma província, porém não todas. No que concerne infraestrutura de mercado, duas regulações, bem como seus respectivos guias orientativos (“Companion Policies” ou “CPs”), são de especial relevância, por definirem e regularem mercados de bolsa e sistemas alternativos de negociação (ambos dentro do guarda-chuva regulado chamado de “marketplaces”):

- National Instrument 21-101: Marketplace Operation<sup>281</sup>
- National Instrument 23-101: Trading Rules<sup>282</sup>

Além disso, os mecanismos de autorregulação sempre foram importantes no Canadá. A NI 21-101 estabelece que seus mercados regulamentados necessariamente façam uso de um provedor de serviços regulatórios (“RSP”), o qual pode ser uma entidade autorreguladora<sup>283</sup>. O mesmo dispositivo ainda concede diversos deveres regulatórios específicos a serem cumpridos pelos RSP, via autorregulação.

Em janeiro de 2023, após esforços institucionais da CSA, duas tradicionais entidades de autorregulação, a “Investment Industry Regulatory Organization of Canada” (IIROC) e a “Mutual Fund Dealers Association of Canada” (MFDA) fundiram-se num autorregulador único para o Canadá, a “Canadian Investment Regulatory Organization” (CIRO), a qual congrega os “broker-dealers” e os “marketplaces”<sup>284</sup>. Ou seja, na prática, todos os mercados regulados canadenses agora utilizam a CIRO como seu RSP, ainda que teoricamente possa haver outros arranjos concorrentes permitidos pela regulação.

Nesse sentido, a regulação canadense pertinente é complementada pela autorregulação disposta nas “Universal Market Integrity Rules” (UMIR)<sup>285</sup>, as quais sempre estiveram sob a responsabilidade da IIROC e agora encontram-se sob a responsabilidade da CIRO, devendo ser aprovadas pela CSA.

---

<sup>281</sup> Ver: [https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/21-101/unofficial-consolidation-national-instrument-21-101-marketplace-operation-0#\\_Toc50620098](https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/21-101/unofficial-consolidation-national-instrument-21-101-marketplace-operation-0#_Toc50620098) e <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/21-101/unofficial-consolidation-companion-policy-21-101cp-marketplace-operation-0>.

<sup>282</sup> Ver: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-101/unofficial-consolidation-national-instrument-23-101-trading-rules> e [https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-101/unofficial-consolidation-companion-policy-23-101cp-trading-rules#\\_Toc36555160](https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-101/unofficial-consolidation-companion-policy-23-101cp-trading-rules#_Toc36555160).

<sup>283</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 7.

<sup>284</sup> Ver: <https://www.ciro.ca/news-room/publications/new-self-regulatory-organization-canada-and-canadian-investor-protection-fund-officially-launch>.

<sup>285</sup> Ver: <https://www.ciro.ca/interim-rules/universal-market-integrity-rules>.



No que tange a internalização de ordens, o arcabouço regulatório canadense vem passando por discussões desde 2009<sup>286</sup>, resultando então nas reformas de 2012, quando houve um conjunto de alterações na UMIR para restringir negociações sem transparência pré-negociação, fornecendo exceções apenas no caso de melhoria de preço e grandes lotes (ver adiante)<sup>287</sup>.

Em 2015, a IIROC conduziu estudo de avaliação de resultado regulatório para as reformas de 2012<sup>288</sup>. Por fim, em 2019, a IIROC, em conjunto com a CSA<sup>289</sup>, lançou uma audiência pública conceitual para revisitar tópicos como internalização e negociação opaca, recebendo comentários e fornecendo uma devolutiva em 2020<sup>290</sup>, até então sem propostas adicionais de alteração normativa.

#### VI.4.2. Ambientes de negociação permitidos

A regulação canadense, nas definições da NI 21-101, complementada pela sua CP, permite a negociação de ativos financeiros fora dos mercados organizados de bolsa, estipulando as possibilidades de “marketplace” regulamentado descritas abaixo<sup>291</sup>. A seção 5.1 da regra dispõe acerca da impossibilidade de negar acesso aos ambientes de maneira discriminatória, sem realizar menção aos requisitos formais de acesso.

Ainda, é necessário mencionar a seção 6.4 da UMIR, a qual comanda que nenhuma ordem para um ativo listado deve ser executada fora de um “marketplace”. Ou seja,

---

<sup>286</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-308: Update on Forum to Discuss CSA/IIROC Joint Consultation Paper 23-404 “Dark Pools, Dark Orders and Other Developments in Market Structure in Canada” and Next Steps.

<sup>287</sup> Ver: <https://www.iiroc.ca/news-and-publications/notices-and-guidance/provisions-respecting-dark-liquidity>. Em 2018 a IIROC abriu consulta pública para recalibrar os parâmetros de grandes lotes. Ver: <https://www.iiroc.ca/news-and-publications/notices-and-guidance/proposed-amendments-respecting-provision-price-improvement-dark-order>.

<sup>288</sup> DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments.

<sup>289</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market.

<sup>290</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-327: Update on Internalization within the Canadian Equity Market.

<sup>291</sup> A CP NI 21-101, em sua “Part 2”, esclarece que um “marketplace” deve necessariamente reunir múltiplos compradores e vendedores e mecanismos de execução de ordens para as cotações listadas, excluindo sistemas puros de roteamento e listagem de cotações.



a internalização, ao menos para ativos listados, é permitida apenas dentro do arcabouço de regras aplicadas aos ambientes de negociação regulamentados<sup>292</sup>.

#### A – “Exchanges”:

A CP NI 21-101, em sua “Part 3”, torna mais claro o conceito de “exchanges”, ou mercados de bolsa convencionais, consistindo naqueles em que há acordo de listagem de ativos para negociação, garantias de mercados contínuos de compra e venda, regras de conduta para os participantes e aplicação de ações de sanção aos participantes que vão além da exclusão dos ambientes.

#### B – “Quotation and Trade Reporting System (QTRS)”:

Consistem em ambientes multilaterais de cotações e registro de negociações previamente acordadas, que permitem o seu uso apenas por “broker-dealers” afiliados. Nesses ambientes, deve haver um acordo com o emissor ou com um “broker-dealer” para que um título seja admitido.

#### C – “Alternative Trading Systems (ATS)”:

Correspondem a ambientes de negociação distintos dos anteriores, devendo utilizar métodos não-discricionários para cruzamento de ordens. Apenas ativos listados em bolsa, títulos de dívida corporativa, títulos governamentais e ativos listados no exterior podem ser negociados nos ATS. Ademais, devem ser operados por entidades registradas como “broker-dealers” membros de um autorregulador<sup>293</sup> para que possam admitir negociação de ativos listados.

Um ATS canadense deverá notificar seu regulador caso em dois dos últimos três meses o valor financeiro mensal ou o número de negócios em qualquer ativo em seus sistemas ao menos iguale 10% do total dos “marketplaces” canadenses naquele mesmo ativo. A mesma prescrição é válida para o volume total de todos os ativos negociados no ATS em relação ao volume total do mercado canadense<sup>294</sup>.

---

<sup>292</sup> Encontra-se prevista na regra uma série de exceções de caráter mais técnico, bem como a possibilidade de “waivers” por parte de um regulador provincial. O caso mais relevante pode ser considerado a dispensa para execução de ordens em mercados regulamentados estrangeiros, indisponível no caso de grandes lotes, negociações pré-arranjadas ou “intentional crosses” (ver abaixo).

<sup>293</sup> Part 6 da NI 21-101. Caso o ATS seja de um grupo econômico de uma bolsa, ele será regulado como bolsa. A participação num autorregulador é obrigatória para acesso ao “Canadian Investor Protection Fund”, cumprimento de requisitos de capital e de liquidação de operações.

<sup>294</sup> A CP NI 21-101 considera que ao exceder os limites, os reguladores devem inspecionar o ATS com intuito de rever o status regulatório, considerando o enquadramento como bolsa.



Finalmente, sublinha-se que a regulação canadense enquadra os seguintes casos no conceito de ATS<sup>295</sup>:

- Um “broker-dealer” que internaliza ordens, inclusive sem transparência pré-negociação.
- Sistemas de “broker-dealers” que cruzam ordens diretamente ou pareiam ordens de clientes com ordens contrárias e depois as enviam a um “marketplace”.

#### VI.4.3. Regime de transparência

##### VI.4.3.1 – Transparência pré-negociação

O mercado canadense é marcado por uma exigência padrão de transparência pré-negociação. A Part 7 da NI 21-101 estipula que um “marketplace” que admita negociação de ativos listados em bolsa deve fornecer informação tempestiva acerca de ordens em seus ambientes para um processador de informações ou um “vendedor” que atenda aos padrões da autorregulação (ver abaixo).

Entretanto, pode haver dispensa de tal exigência de transparência, permitindo inserções de ordens sem transparência pré-negociação (opacas ou “dark”) em “marketplaces” com base em alguns requisitos dispostos nas seções 6.3 e 6.5 da UMIR, dentre os quais destacamos, no contexto de internalização:

- Grandes lotes:

Valores acima de 50 “unidades padrão” estão automaticamente dispensados, ao passo que valores inferiores são dispensados caso somem mais de CAD 100 mil<sup>296</sup>. Ordens “iceberg” devem expor ao menos uma unidade padrão.

- No caso de quantidades não consideradas grandes lotes:

Aqui encontram-se as seguintes exceções: i) execuções imediatas contra qualquer tipo de ordem, desde que haja melhoria de preço (ver abaixo); ii) instruções específicas de clientes para não haja inserção transparente e imediata da ordem em sistema de negociação; iii) um conjunto específico de tipos de ordem, como ordens atreladas a estratégias de preço médio; iv) caso o “broker-dealer” entenda que a

---

<sup>295</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 7.

<sup>296</sup> A seção 7.1 (2) da NI 21-101, em seu turno, foi inserida no contexto das reformas de 2012, para permitir a isenção de transparência para grandes lotes para ativos listados. Ver: <https://www.iroc.ca/news-and-publications/notices-and-guidance/provisions-respecting-dark-liquidity>. As unidades padrão encontram-se dispostas nas definições da UMIR, calibradas atualmente para não ultrapassarem CAD 1.000.



não inserção transparente e não execução imediata seja no melhor interesse do cliente<sup>297</sup>.

Na outra ponta, a execução contra uma ordem opaca só é permitida pela seção 6.6 da UMIR caso: i) haja melhoria de preço, em qualquer situação (ver abaixo) ou; ii) ao melhor “bid” ou ao melhor “ask”, caso a ordem agressora seja de grande lote<sup>298</sup> e não haja uma ordem visível a tais preços (ou seja, há uma regra de preferência para ordens visíveis).

Nas situações em que a ordem agressora é do mesmo conjunto específico de ordens agredidas (ver item “iii”) acima) ou então para operações de pequena monta (abaixo de uma unidade padrão), também é permitida a execução contra ordens opacas.

Importante ainda citar que, conforme definições da UMIR, uma ordem que seja parte de uma “intentional cross” (quando o “broker-dealer” intencionalmente se interpõe simultaneamente entre comprador ou vendedor) não pode ser opaca<sup>299</sup>.

#### VI.4.3.2 – Transparência pós-negociação

À semelhança da transparência pré-negociação, as “Parts 7 e 8” da NI 21-101 indicam que deve haver transparência pós-negociação, sem qualquer tipo de dispensa mencionada na regulação ou na autorregulação.

#### VI.4.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações

A NI 21-101, em suas “Parts 7 e 8”, comanda que uma entidade regulada específica, genericamente chamada de processador de informações, ou então um “vendedor”, na ausência da primeira, seja contratada por um “marketplace” para a divulgação de informações de pré-negociação e pós-negociação. Cabe aos processadores construir fitas consolidadas em tempo-real para os ativos listados, e de maneira tempestiva, para os demais ativos.

Na “Part 14” da regulação encontram-se todos os requerimentos formais para tais processadores de informação, tais como procedimentos de registro, requisitos operacionais e de *disclosure*. Em relação ao último ponto, se destaca a necessidade de o provedor de informações divulgar: i) taxas cobradas pelo acesso às informações; ii) requerimentos de acesso às informações; iii) conjunto de

---

<sup>297</sup> Situação na qual o “broker-dealer” possui a obrigação de obter preço tão bom ou melhor quanto possível numa execução imediata, podendo para tanto executar posteriormente a ordem contra sua carteira própria.

<sup>298</sup> Aqui, a regra estipula um valor acima de 50 unidades padrão e maior que CAD 30.000, ou então maior que CAD 100.000, independentemente das unidades padrão.

<sup>299</sup> A seção 2.1 da UMIR ainda impõe outra limitação às inserções de “intentional crosses”: estas não podem encontrar-se 5% + 10 ticks abaixo ou acima do melhor “bid” ou “ask”, respectivamente.



informações a serem fornecidas pelos “marketplaces” para cumprimento e suas obrigações.

Como a regulação é provincial, pode haver diferenças nas províncias quanto aos processadores registrados. Por exemplo, na província de Ontário, onde encontra-se a bolsa canadense com maior volume de negociação (Toronto), a CIRO é a processadora para ativos não listados, ao passo que o grupo TMX (da bolsa de Toronto) é a processadora para ativos listados<sup>300</sup>.

#### **VI.4.3.4 – Condições de acesso às informações**

Conforme indicado acima, as informações são obrigatoriamente fornecidas pelos “marketplaces” aos processadores de informação, sendo tal fornecimento pago, com seus termos dispostos em contrato. Quanto à tempestividade, a regulação não é prescritiva, muito embora a CP estipule um teto para informações de ativos não listados, as quais devem ser disponibilizadas até o final do pregão seguinte.

Relevante ainda o fato de que a CIRO recebe em tempo real os dados de pré-negociação e pós-negociação, ao menos para equity, num feed regulatório especial<sup>301</sup>.

#### **VI.4.3.5 – Informação divulgada**

A NI 21-101, em suas “Part 7 e 8”, deixa a cargo dos processadores de informação os detalhes técnicos referentes às exigências informacionais. De qualquer maneira, através da CP da NI 21-101, em sua “Part 9”, a regulação esclarece que o conjunto mínimo de informações para ativos listados, tanto para pré-negociação quanto para pós-negociação, deve incluir a identificação do “marketplace”, identificador do ativo, preço, quantidade e “timestamp” da ordem ou negócio. A “Part 10” da CP correspondente, por sua vez, fornece alguns detalhes técnicos para ativos não listados, tais quais títulos públicos e corporativos.

Em seu turno, a seção 6.2 da UMIR fornece uma lista de campos e “flags” técnicas a serem inseridas nos “marketplaces” por “broker-dealers”, no que abarca ativos listados. Tal lista contém dados acerca do: i) local de execução; ii) responsável por execução ou transmissão<sup>302</sup>; iii) tipo de ordem; iv) comitente; v) condições de execução e data de liquidação para uma ordem especial (“Special Terms Orders”). Os quatro primeiros itens também devem ser enviados aos autorreguladores.

No que engloba informações acerca dos “marketplaces” em si, a “Part 10” da NI 21-101 dispõe sobre a necessidade de informar ao público ao menos o seguinte: i)

---

<sup>300</sup> Ver: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/information-processors>.

<sup>301</sup> DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments, p. 11.

<sup>302</sup> O item (6) da regra permite anonimizar em seu feed de dados o “broker-dealer” responsável pela ordem.



custos cobrados; ii) informações sobre tipos de ordens inseridas e como elas interagem e são executadas, inclusive decisões de roteamento, estendendo-se a indicações de interesse de negociação (IOI); iii) requerimentos de acesso aos sistemas; iv) políticas para identificação e mitigação de conflitos de interesse.

#### VI.4.4. Execução de ordens por internalizadores

##### VI.4.4.1 – Melhor execução

A regulação canadense (NI 23-101, “Part 4”) acerca de melhor execução é sucinta, apenas estipulando que um “broker-dealer” deve realizar esforços *razoáveis* para obter melhor execução.

A regulação mencionada dispõe que tal requerimento encontra-se isento quando o “broker-dealer” opera como ATS, porém a CP correspondente esclarece que tal isenção ocorre apenas na situação em que o ATS recebe ordens e as executa via sistema, mantendo-se o dever de melhor execução na sua atuação de “broker-dealer” enquanto agente. A CP ainda esclarece que a melhor execução deve ser considerada no contexto de uma política formal.

No que abarca autorregulação, em 2017, a então IIROC optou por inserir os comandos acerca de melhor execução em outro conjunto de regras aplicáveis aos “broker-dealers”, retirando-os da UMIR<sup>303</sup>. Nesse meandro, a “Rule 3100” da atual CIRO, em sua “Part C”, versa acerca do tema.

A autorregulação, no item 3121, vai além do preço, considerando que custos operacionais totais, probabilidade e velocidade de execução devem ser incluídas na avaliação de melhor execução por parte do “broker-dealer”. A regra ainda estipula detalhes complementares a serem observados para ativos listados no Canadá, no exterior, e para inserção manual de ordens.

Por sua vez, o restante da norma lida com questões de política de melhor execução, tais como: i) descrição de conflitos materiais de interesse; ii) práticas de roteamento de ordens, seleção de “marketplaces” e execução; iii) revisão periódica da política; iv) compliance com a “Order Protection Rule” canadense (ver abaixo) e; v) *disclosure* da política.

O mercado canadense, à semelhança do estadunidense, conta com uma “order protection rule”, estabelecendo formalmente os limites para a melhor execução. Isto é, para cotações “protegidas”, a regulação<sup>304</sup> proíbe os chamados “trade-throughs” - negociações a preço pior que os melhores “bid” e “ask” disponíveis nos feeds consolidados.

---

<sup>303</sup> INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, IIROC Notice 17-0137: Amendments Respecting Best Execution.

<sup>304</sup> Ver “Part 6” da NI 23-101.



Ordens protegidas, por sua vez, consistem em ordens com transparência pré-negociação, visíveis em “marketplaces” que contam com funcionalidades automatizadas de negociação ou que superem valores de market share acima de limites dispostos pelo regulador<sup>305</sup>.

A lista de exceções aos “trade-throughs”, além contar com erros técnicos e ordens não-padrão quanto a liquidação, de encerramento ou atreladas a outros preços, foca na questão das “directed orders” – ordens nas quais o “broker-dealer” responsável renuncia às funcionalidades técnicas sistematizadas automáticas de execução que protegem as ordens e assume a responsabilidade da melhor execução, devendo nessa situação possuir políticas e procedimentos para compliance e prevenção contra os “trade-throughs”<sup>306</sup>.

#### VI.4.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

Segundo a CSA, a prática não é permitida no Canadá<sup>307</sup>, ao menos para ativos listados no Canadá<sup>308</sup>. A IIROC, em estudo de avaliação de resultado regulatório, afirma o mesmo<sup>309</sup>.

#### VI.4.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço

A seção 6.1 da UMIR estipula um regime padrão de “tick-size” de CAD 0.01, exceto para ações de baixo valor (abaixo de CAD 0.50), para as quais é permitido meio centavo. As definições da UMIR para melhoria de preço respeitam o “tick-size” padrão, considerando a melhoria de preço como um “tick-size” ou negócio ao “mid-point”, caso o spread seja de apenas um “tick”.

Relacionado, e no contexto de internalização, encontra-se a seção 8.1 da UMIR, acerca de ordens executadas contra a carteira principal de “broker-dealers” ou ordens enviadas por terceiros não clientes do ambiente de negociação.

---

<sup>305</sup> Ver: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-330/csa-staff-notice-23-330-order-protection-rule-market-share-threshold#N 1 6 1a>.

<sup>306</sup> Ver: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/self-regulatory-organizations-sro/investment-industry-regulatory/iroc-rule-review/iroc-provisions-respecting>. Conforme a CP da NI 23-101, uma “directed order” deve ser executada imediatamente.

<sup>307</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 15.

<sup>308</sup> Ver: <https://piggybank.ca/investing/trading-platforms/payment-for-order-flow-canada-pfof>.

<sup>309</sup> DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments, p. 10.



Tal dispositivo obriga<sup>310</sup> melhoria de preço na execução de ordens abaixo de 50 unidades padrão (abaixo do limiar de grandes lotes, ver acima)<sup>311</sup>, contanto que tal preço esteja no contexto da melhor execução. Ainda no mesmo contexto, o parágrafo (3) da seção permite que ordens com “intentional cross” sejam executadas com frações do “tick-size” para efetuar melhoria de preço, porém lembrando que tais cruzamentos intencionais devem ser transparentes.

A possibilidade de melhoria de preço, entretanto, não se aplica a determinados conjuntos especiais de ordem, tal como estratégias de execução a preço médio ponderado, nem quando do envio direto pelo cliente a “marketplaces” que não exigem o “disclosure” da identidade “broker-dealer” receptor da ordem num feed de dados consolidado<sup>312</sup>.

#### VI.4.4.4 – Prioridade de execução

Uma característica marcante da regulação canadense é a ausência de restrições para que haja “broker-preferencing”, isto é, uma inversão da ordem padrão de preferência de execução de “preço”-“tempo” para “preço”-“broker”-tempo<sup>313</sup>. Isso, por sua vez, permite que os “broker-dealers” realizem internalização de ordens inclusive em mercados visíveis (“lit”), utilizando os mecanismos de inserção simultânea de ordens opostas (“intentional cross”) ou então de maneira não simultânea (“unintentional cross”).

Por fim, conforme já antecipado, a seção 6.6 da UMIR redundante na existência de prioridade de execução para ordens visíveis a um determinado preço, no contexto de transparência pré-negociação.

#### VI.4.5. Liquidação de operações

A regulação disposta na NI 21-101 (“Part 13”) acerca de compensação e liquidação são taxativas: todas as operações realizadas em “marketplaces” canadenses devem ser levadas a uma *clearing* para liquidação. Ela ainda dispõe acerca das partes responsáveis por encaminhar a negociação à *clearing*, sendo que no caso de um ATS, há possibilidade de ser o próprio ATS, o “broker-dealer” participante, caso

---

<sup>310</sup> Muito embora a redação da UMIR não indique obrigação (“may execute”), esta é a interpretação da CSA e da IROC (CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 9.).

<sup>311</sup> Para ativos cotados abaixo de CAD 100 mil.

<sup>312</sup> A norma ainda qualifica que os responsáveis pela inserção da ordem oposta por parte do “broker-dealer” não deveriam ter conhecimento de que a ordem agredida sem melhoria de preço é de um cliente, até o momento da execução.

<sup>313</sup> CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 2–3.



esse seja apto à liquidação na *clearing*, ou então um prestador de serviços apto à liquidação na *clearing* caso o participante do ATS não seja um.

#### VI.4.6. Tendências recentes

Dados da autorregulação<sup>314</sup> apontam que em meados de 2019 o uso de internalização via “intentional cross” ocupava um “*market share*” de 8% do volume financeiro total negociado no Canadá, tendo caído de um patamar de 9% em 2016. Por sua vez, o mesmo estudo, reporta valores entre 2 e 3% no período para as internalizações baseadas em “unintentional crosses” (opacas, mas com melhoria de preço).

Por fim<sup>315</sup>, ressalta-se que em 2020 o volume financeiro negociado nos ATS (o qual pode incluir negociações utilizando as variações de “crosses” mencionadas) se encontrava próximo a 7% do volume financeiro referente a “equities”.

### VI.5. Comparativo internacional

Com base nas informações das seções anteriores, constrói-se a Tabela 8 abaixo, na qual intenta-se sumarizar e comparar características relevantes referentes à internalização de ordens e infraestrutura de mercado brasileira e estrangeira:

**Tabela 8 – Resumo comparativo de arcabouços regulatórios acerca de internalização de ordens no Brasil versus exterior**

Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Principais Instrumentos Regulatórios</b>	Lei nº 6.385/76 (Lei Federal)	“Securities Act” (Lei Federal)	Diretiva – “Markets in Financial Instruments Directive” - “MIFID2” (diretiva de regulação em nível da UE a ser transposta em leis nacionais)	“Market Integrity Rules” (ASIC)	“National Instruments” (regulação provincial descentralizada, harmonizada pela Canadian Securities Administrators)
	Lei nº 12.810/13 (Lei Federal)	“Exchange Act” (Lei Federal)			
	Resolução CVM 135 (CVM)	Regras no âmbito da “Regulation NMS” (SEC)	“European Markets in Financial Instruments Regulation” - “MIFIR” (regulação direta a nível da UE)		“Universal Market Integrity Rules” (CIRO – autorregulação)
	Resolução CVM 35 (CVM)	Regras no âmbito de autorregulação mandatária (FINRA)			
	Resolução CVM 31 (CVM)				“Rule 3100” (CIRO – autorregulação)
	Resolução BCB nº 304 (Banco Central do Brasil)		“Regulatory Technical Standards” - “RTS”		

<sup>314</sup> As negociações internalizadas são aquelas na qual há cliente contra estoque (*inventory*). Nem todas as negociações utilizando as “crosses” indicadas são internalizadas. Ver: CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IROC Staff Notice 23-327: Update on Internalization within the Canadian Equity Market, p. 11.

<sup>315</sup> ROSENBLATT SECURITIES, Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão, p. 30.



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Principais Instrumentos Regulatórios</b>	<p>Resolução CMN nº 5.008/2022 (Banco Central do Brasil)</p> <p>Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (Documento de administradora de mercado organizado aprovado pela CVM)</p>		<p>(regulação auxiliar direta a nível da UE)</p> <p>Outras regulações pertinentes em âmbito da UE</p>		
<b>Ambientes de negociação permitidos</b>	<p>A internalização somente está autorizada a ocorrer via procedimentos especiais de negociação em mercados organizados. Atualmente, apenas as ofertas diretas e o procedimento RLP da B3 operam como uma ferramentas de internalização no Brasil, muito embora a CVM já tenha autorizado procedimentos de “broker-preferencing” em operações de grandes lotes. Frisa-se que as ofertas diretas não foram concebidas para serem mecanismos de internalização sistemática para o varejo.</p> <p>A vedação à negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum ambiente consiste no principal entrave para a permissão da internalização de ordens, tal qual modelos do exterior.</p> <p>Outro impedimento relevante, no âmbito dos mercados organizados, para o surgimento de estruturas de internalização à semelhança dos mercados estrangeiros analisados, é a vedação para negociação simultânea em mercado de bolsa e balcão.</p>	<p>A internalização ocorre no âmbito dos formadores de mercado de balcão, estes registrados como broker-dealers e regulados pela SEC e FINRA.</p> <p>Não há restrições para negociação simultânea de ativos listados em bolsa em internalizadores.</p> <p>Não há necessidade por parte dos internalizadores de fornecer livre acesso aos seus serviços.</p>	<p>Ainda que tecnicamente possa haver operações internalizadas em outras estruturas, os SI (“Systematic Internalizers”) foram concebidos para ser uma estrutura regulamentada e dedicada à internalização de ordens, sendo registrados como “investment firms” e conduzindo operações bilaterais de balcão, de caráter “dealer”.</p> <p>Diferentemente dos “trading venues”, não há previsão de garantia de “fair access” para seus serviços.</p> <p>Para registrar-se como SI perante um regulador nacional, há basicamente dois caminhos, o obrigatório, onde uma entidade pode ser enquadrada como SI devido a parâmetros operacionais de volume negociado, e o voluntário, onde com base nas definições de SI previstas na MIFID2, os regulados podem fazer um “opt-in” ao regime, através de comunicação à sua autoridade nacional.</p> <p>A chamada “share trading obligation” (STO) estabelece que instrumentos “equity” ou equivalentes podem negociar em mercados de bolsa e SI simultaneamente.</p>	<p>A MIR, em suas definições, prevê, além dos mercados de bolsa tradicionais (“trading platforms” operadas por “market operators”), a existência dos “crossings systems”, sistemas multilaterais automatizados fornecidos por participantes regulados, nos quais pode ocorrer internalização.</p> <p>Não há necessidade por parte dos “crossing systems” de fornecer livre acesso aos seus serviços.</p> <p>Além disso, a ASIC reporta que são permitidas ordens do caráter “broker preferencing” no mercado australiano, sendo observadas nos sistemas de negociação opaca fornecidos por administradoras de mercado de bolsa</p>	<p>A regulação canadense enquadra explicitamente os seguintes casos no conceito de ATS: i) um “broker-dealer” que internaliza ordens, inclusive sem transparência pré-negociação; ii) sistemas de “broker-dealers” que cruzam ordens diretamente ou pareiam ordens de clientes com ordens contrárias e depois as enviam a um “marketplace”.</p> <p>Não há ambiente específico para internalização e é teoricamente possível que a mesma ocorra fora de ambientes regulados, muito embora a construção do arcabouço canadense objetivou trazer a internalização para os ambientes regulamentados, em especial para ativos listados.</p> <p>Há requerimentos de “fair access” para todos os “marketplaces”.</p>



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Condições para internalização</b>	<p>A versão atual do RLP permite, além dos minicontratos futuros de lbovespa e dólar, um conjunto de ações no mercado à vista.</p> <p>Há previsão no Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (“MPO B3”) de um limite técnico para a utilização de tais operações, estes respectivamente de 15% da quantidade total de contratos e 30% do volume de varejo.</p> <p>Uma oferta “RLP” de um intermediário possui então prioridade de execução sobre as ofertas dos demais intermediários contra uma oferta agressora de varejo de um de seus clientes, porém não possui prioridade sobre ofertas de outros clientes do mesmo intermediário.</p> <p>Na oferta RLP há necessidade de melhoria de preço por parte do intermediário, de ao menos um “tick-size” quando o spread for maior do que um “tick”. Já quando o spread for de apenas um “tick”, a negociação com derivativos deverá cruzar o spread, ou seja, ser realizada ao “bid” ou ao “ask”, sem melhoria de preço, ou então ser direcionada ao livro central.</p> <p>Em seu turno, nas negociações com ações, para os ativos do grupo de controle (misto), a negociação deve ser efetuada cruzando o spread, ao passo que para o grupo de spread aberto, a negociação deve ser enviada ao livro central.</p> <p>Por fim, os investidores podem optar por participar ou deixar de participar do mecanismo RLP a qualquer momento.</p>	<p>Jurisdição pouco restritiva.</p> <p>Não é necessário consentimento explícito dos investidores.</p> <p>Não há requerimento de melhoria significativa de preço – é possível melhoria simbólica com tick-size fracionado.</p>	<p>A negociação de ativos fora de “trading venues” (o que inclui SI) deve estar prevista pela política de melhor execução do intermediário utilizado, bem como possuir consentimento a priori dos investidores.</p> <p>As cotações públicas fornecidas pelos SI para os ativos negociados devem, como regra geral, refletir “condições de mercado do momento”, fornecidas de maneira regular e contínua ao longo do horário oficial de negociação, podendo ser atualizadas a qualquer momento.</p> <p>Os SI podem realizar melhoria de preço, sujeitos a cotações que reflitam o spread oferecido e o “tick-size” padrão dos “trading venues”.</p>	<p>Em suma, na Austrália, pode haver negociação opaca dentro ou fora do mercado de bolsa. Toda internalização consiste em negociação opaca (“dark”), porém nem toda negociação opaca é internalização.</p> <p>Em complemento, é necessária melhoria de preço para que haja uma negociação sem transparência pré-negociação, melhoria essa de no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível, caso melhor.</p> <p>Por fim, a regra 5A.3.4, em seu turno, estipula que o investidor possui direito de realizar um “opt-out” de ter suas ordens de executadas num “crossing system”, sem ônus adicional.</p>	<p>O cruzamento de ordens internalizado pode ocorrer de maneira intencional (“intentional cross”) ou não intencional. O cruzamento não intencional é facilitado pela possibilidade de protocolo de “broker-preferencing” nos “marketplaces”, no qual há preferência de cruzamento para ordens originadas via mesmo “broker-dealer”, para um mesmo preço.</p> <p>Negociações internalizadas via cruzamento intencional devem necessariamente contar com transparência, podendo aqui a melhoria de preço ser simbólica (abaixo do “tick-size”) para até o limiar de grandes lotes.</p> <p>Cruzamentos não intencionais podem ser opacos, porém devem contar com melhoria de preço de ao menos um tick-size (ou ao “mid-point” caso o spread seja igual ao “tick-size”).</p>



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Regras de transparência</b>	<p>Como regra geral, a Resolução CVM 135 impõe a necessidade de transparência pré-negociação e pós-negociação nos mercados organizados, ressalvados procedimentos específicos de negociação.</p> <p>Contudo, no âmbito de procedimento específico, a oferta RLP não é exibida no livro central de ofertas, ficando visível apenas para o intermediário ofertante. Nesse sentido, o RLP é uma modalidade de negociação internalizada sem transparência pré-negociação, havendo transparência pós-negociação apenas.</p>	<p>Os internalizadores são obrigados apenas a transmitir cotações para a fita consolidada apenas caso as divulguem publicamente, o que não ocorre na prática. Ou seja, a internalização nos EUA não conta com transparência pré-negociação.</p> <p>Existe transparência imediata pós-negociação.</p>	<p>O regime padrão de transparência dos “trading venues”, tanto de pré-negociação como de pós-negociação, é espelhado em grande medida pelos SI, sendo a obrigatoriedade de transparência o default.</p> <p>Para ambas as possibilidades de ambiente de negociação, a regulação tende a diferenciar as condições de transparência para “equities” (e equivalentes) dos demais ativos, bem como ativos considerados líquidos e ilíquidos, fornecendo uma complexa matriz de possibilidades de dispensas regulatórias.</p>	<p>A ASIC explicita que as ordens executadas em “crossing systems” necessariamente valem-se de dispensas do regime de transparência pré-negociação determinado pela MIR, sendo que negociações opacas devem contar com melhoria de preço (no mínimo um “tick-size” ou uma transação ao melhor “mid-point” disponível).</p> <p>Por fim, todas as operações executadas no mercado australiano, inclusive operações internalizadas, devem contar com transparência pós-negociação imediatamente após sua execução, devendo ser reportadas a um operador de mercado regulado com o objetivo de constar no feed oficial do último.</p>	<p>Como regra geral, toda negociação em “marketplaces”, internalizada ou não, deve possuir transparência pré-negociação e pós-negociação.</p> <p>Negociações internalizadas via cruzamento intencional devem ser transparentes.</p> <p>Outrossim, há condições nas quais é possível realizar negociações sem transparência pré-negociação (“dark”), independentemente do “marketplace” e se são internalizadas ou não. Nessa seara, destacam-se as seguintes dispensas de transparência: i) por grandes lotes</p> <p>ii) para negócios abaixo de grandes lotes, cruzamentos não intencionais com melhoria de preço de ao menos um tick-size (ou ao “mid-point” caso o spread seja igual ao “tick-size”).</p>
<b>Consolidação e divulgação de informações</b>	<p>A regulação atual não prevê um consolidador de dados regulamentado, ficando a cargo dos agentes de mercado em proverem padrões de consolidação e divulgação caso necessário.</p> <p>Vale ressaltar que atualmente, para o mercado organizado de bolsa, só há uma administradora de mercado organizados com registro ativo, a Brasil Bolsa Balcão S.A, e ela já atua como fornecedora de dados de pré-negociação e pós-negociação.</p>	<p>Nos EUA, atualmente*, a organização formal da consolidação de informações se dá no contexto dos “national market system plans”, utilizados pelos mercados de bolsa e pela FINRA. Cada plano possui o dever de contratar uma entidade definida em lei e regulação chamada “securities information processor” ou “SIP”, esta responsável por consolidar e disseminar as informações.</p> <p>No que concerne negociações fora de bolsa, os SIP buscam as informações oriundas dos demais “broker-dealers”, os quais, via regras da FINRA, reportam a um “Trade</p>	<p>A regulação permite que os SI divulguem as informações de pré-negociação por três vias: i) “Approved Publication Arrangements” (“APAs”) - participante regulado exclusivamente para fornecer serviços de divulgação de informações para SI; ii) por mecanismos dos mercados regulados nos quais o ativo esteja listado; iii) ou então por arranjos proprietários. Além disso, os SI devem tornar público em seus websites a forma pela qual realizam tal divulgação, esta obrigatoriamente “machine-readable”.</p> <p>No que tange informações de pós-</p>	<p>Conforme mencionado, para operações internalizadas no mercado australiano as informações de pós-negociação são as únicas a serem publicamente divulgadas. Quaisquer mercados de bolsa regulamentados podem ser utilizados como receptores das informações.</p> <p>A ASIC não regula consolidadores de dados, apenas fornecendo orientações</p>	<p>Há requerimentos para que uma entidade regulada específica, genericamente chamada de processador de informações, ou então um “vendor”, na ausência da primeira, seja contratada por um “marketplace” para a divulgação de informações de pré-negociação e pós-negociação.</p> <p>Cabe aos processadores construir fitas consolidadas em tempo real, para ativos listados, e de maneira tempestiva, para os demais ativos.</p>



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Consolidação e divulgação de informações</b>		<p>Reporting Facility“, ou “TRF”.</p> <p>Dados em tempo real possuem acesso precificado com base no tipo de cliente dos SIP, ao passo que dados fornecidos após 15 minutos são gratuitos. Há previsão regulatória de que a informação deve ser produzida e disseminada em termos razoáveis e não discriminatórios.</p> <p>Há ainda um plano unindo todas as bolsas e a FINRA em prol da criação de uma trilha de auditoria consolidada (“CAT”), com fins estritos de regulação e de supervisão.</p> <p>* Frisa-se que a jurisdição está atravessando uma transição regulatória para um modelo de consolidadores competitivos, não plenamente implementada.</p>	<p>negociação dos SI, apenas APAs devem ser utilizados, sendo que as transações devem ser reportadas de maneira única, cabendo ao SI vendedor a primazia.</p> <p>Quanto ao conteúdo, existem tabelas técnicas fornecendo uma lista de campos mandatória, onde destaca-se a necessidade de divulgação do local de execução e veículo de divulgação das negociações, bem como uma série de “flags” denominando características especiais acerca das transações, tais como a execução da negociação via SI.</p> <p>A despeito da permissão para comercialização do acesso em termos razoáveis e não discriminatórios, tais informações devem ser liberadas gratuitamente após 15 minutos.</p>	<p>acerca do assunto.</p> <p>A MIR obriga os operadores de mercado a divulgarem as informações de pós-negociação em termos comerciais razoáveis e de maneira não-discriminatória, e de maneira gratuita com um atraso de até 20 minutos, em seu website.</p>	<p>O acesso às informações é pago, e seus termos ditados em contrato. A regulação é pouco prescritiva quanto o formato do pacote de informações a ser disponibilizado, havendo alguns detalhes em autorregulação.</p>
<b>Melhor execução e PFOF</b>	<p>É determinado que o intermediário, ao receber uma ordem, deve adotar todas as medidas <i>suficientes</i> a fim de obter a melhor execução para seu cliente. Essa análise deve levar em conta indicadores como preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, natureza, volume e qualquer outro fator relevante.</p> <p>Entretanto, vale ressaltar que em se tratando de investidor não qualificado, há regulamentação específica e, deve ser considerado neste caso o desembolso total pela operação, o que inclui a despesa pela parte do investidor. Ou seja, há uma distinção entre as diretrizes em geral e as diretrizes para investidores de varejo, sendo que no caso específico a CVM se aproxima mais do modelo norte-americano do que do europeu.</p> <p>No Brasil, não é vedada a remuneração paga por um</p>	<p>Atualmente, a SEC não possui uma regra específica para melhor execução (ainda que tenha lançado uma consulta pública para uma proposta normativa acerca do assunto), ficando a cargo das regras da FINRA um arcabouço de proteção ao investidor.</p> <p>Outro fator muito importante é a “Rule 611” da SEC, também chamada de “order protection rule”, a qual estabelece limites formais para a melhor execução. Isto é, a regulação obriga todos os “trading centers” a possuírem e executarem políticas de impedimento aos “trade-throughs” (negociações a preço pior que o “NBBO” fornecido pelos feeds consolidados - as chamadas cotações “protegidas”).</p> <p>Por fim, o pagamento por fluxo de ordens</p>	<p>O conceito de melhor execução na UE é mais abrangente do que o estadunidense, o qual explicitamente faz do preço de execução o seu pilar. As “investment firms” devem tomar todos os passos suficientes (grifos nossos) para obter o melhor resultado ao cliente.</p> <p>O arcabouço regulatório vigente exige dos “trading venues” e das “investment firms” dois relatórios públicos acerca de qualidade de execução, sendo o primeiro anual e o segundo trimestral. Há ainda uma exigência de divulgação pelas “investment firms” dos cinco maiores locais de execução por classe de ativo, bem como informações sumarizadas acerca de qualidade de execução de ordens nos mesmos.</p>	<p>A regulação australiana diferencia o conceito de melhor execução para clientes de varejo dos clientes de atacado (“wholesalers”). No caso de varejo, exceto em caso de instrução explícita para o contrário, a melhor execução corresponde ao melhor preço ajustado pelo custo financeiro de transação. Já no caso de clientes de atacado, condições como velocidade e probabilidade de execução são agregadas.</p> <p>A regra 5A.3.3 estipula que ordens do cliente possuem prioridade de</p>	<p>A regulação canadense acerca de melhor execução é sucinta, apenas estipulando que um “broker-dealer” deve realizar esforços razoáveis para obter melhor execução, sendo que a autorregulação dispõe que os critérios de melhor execução vão além do preço.</p> <p>Além disso, o mercado canadense, à semelhança do estadunidense, conta com uma “order protection rule”, estabelecendo formalmente os limites para a melhor execução.</p> <p>Por fim, as fontes consultadas indicam que o “payment for order flow” é vedado no Canadá.</p>



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Melhor execução e PFOF</b>	<p>intermediário a outro no contexto de repasse de fluxo de ordens, conhecida no exterior como “payment for order flow” ou “PFOF”. No que tange as ofertas RLP especificamente, o “MPO B3”, dispõe que os intermediários podem permitir que outro participante atue como contraparte consolidadora de seus respectivos fluxos agressores de ofertas de varejo, respeitadas todas as características das ofertas RLP.</p> <p>Para além das informações padrão de transparência pós-negociação, o “MPO B3” obriga os intermediários participantes do RLP a publicar mensalmente em seu site, uma série de informações quantitativas acerca das operações RLP, inclusive dados sobre qualidade de execução.</p>	<p> (“PFOF”) não é vedado nos EUA, consistindo num pilar essencial do modelo de negócio dos atacadistas (“wholesalers”).</p> <p>Com objetivos de <i>disclosure</i>, a “Rule 605” e a “Rule 606”, respectivamente, fornecem ao público informações acerca de qualidade de execução dos broker-dealers e acerca de PFOF.</p>	<p>Estipula-se ainda que logo após a execução da ordem o local de execução seja comunicado ao cliente.</p> <p>A revenda de fluxos de negociação, também conhecida como “payment for order flow” (“PFOF”), não é vedada na UE, muito embora a ESMA considere que ela possa ser conflituosa e deva ser divulgada aos clientes. Espera-se ainda que na próxima versão da regulação a prática seja banida.</p>	<p>execução sobre ordens do participante responsável pelo “crossing system”, na condição de principal.</p> <p>Por fim, a regulação australiana possui como objetivo coibir o pagamento por fluxo de ordens, vedando comissões negativas, isto é, pagamentos pelo fluxo de ordens acima da comissão recebida originalmente.</p>	
<b>Liquidação</b>	<p>A Resolução CVM 135 estipula que as operações realizadas em mercado de bolsa no Brasil (o que abarca o RLP) devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central. O mesmo requisito existe para as operações de balcão que se assemelham tecnicamente a mercados de bolsa.</p> <p>Diferentemente de outros países analisados na seção X, que permitem o registro dos valores mobiliários nas centrais depositária em contas ômbus de titularidade dos intermediários e custodiantes, no Brasil os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas, conforme Leis e algumas Resoluções CVM.</p>	<p>No que tange especificamente internalização, as regras da FINRA acerca das transações reportadas aos TRF estipulam que deve haver como default o uso de uma “clearing” para a liquidação das operações. No entanto, há permissão, caso haja acordo prévio entre as partes, para que haja liquidação fora de uma “clearing”.</p> <p>Além disso, os EUA são um país que permite o uso de contas ômbus para de registros de custódia. Ou seja, é possível em termos técnicos e regulatórios que haja liquidação de operações internalizadas tanto sem uso de “clearing” como sem uso de CSD.</p>	<p>Na União Europeia, a regulação prevê explicitamente que o investidor deve possuir a opção de escolha entre contas ômbus ou contas segregadas, devendo ser informado dos custos e riscos associados a cada uma.</p> <p>Outro ponto importante é o de que a atividade de liquidação fora de um sistema formal de liquidação de ativos (um “SSS”) é considerada uma atividade regulada.</p> <p>Um “settlement internaliser” consiste numa entidade regulada a qual executa ordens de transferência de contas em nome de seus clientes por conta própria, sem uso de SSS. Dessa maneira, é possível que um SI, caso deseje, comande a liquidação de suas operações internalizadas.</p>	<p>Entende-se que as operações internalizadas no mercado australiano podem ser liquidadas internamente nos sistemas dos próprios participantes, muito embora também possam ser instruídas para liquidação no sistema CHESSE, fornecido pela central depositária do grupo ASX. Nesse sentido, a Austrália é um exemplo de jurisdição possuindo tanto contas ômbus quanto contas individualizadas nas centrais depositárias.</p>	<p>Há um requerimento regulatório para que todas as negociações em “marketplaces”, inclusive internalizadas, sejam liquidadas numa <i>clearing</i>.</p>



Item	Jurisdição				
	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
<b>Tendências recentes</b>		<p>No que se refere a quantidade de ações negociadas no primeiro trimestre de 2022, praticamente 40% do volume estadunidense já é negociado fora do mercado de bolsa, sendo que a internalização corresponde basicamente a 30 pontos percentuais.</p> <p>A SEC ainda conclui com base nos relatórios da "Rule 606" e na CAT do mesmo período, que 87% das ordens enviadas a corretoras de varejo são roteadas a "wholesalers", onde praticamente todo o fluxo é internalizado.</p> <p>A persistente alta concentração de volume negociado nos "wholesalers" e outros ambientes fora de bolsa, denotando a ausência do investidor de varejo dos livros de ordens tradicionais em bolsa, fez com que a SEC propusesse numa AIR de 2022 uma sensível alteração restritiva acerca das normas que regem a internalização de ordens nos EUA.</p>	<p>Nessa seara, a consultoria Oxera, partindo de uma metodologia própria, reporta que no primeiro trimestre de 2021 os SI responderam por 11% e os mercados de balcão por 6% do volume financeiro total negociado em ambientes regulados na UE.</p>	<p>Nessa seara, dados de março de 2023 fornecidos pela ASIC mostram que pouco mais de 25% do volume total de negociação na Austrália corresponde a negociações opacas, estando igualmente divididas entre negociações de grandes lotes e negociações abaixo de tal limite. Os "crossings systems" perderam relevância, aproximando-se apenas de um quarto desse mercado opaco (6.25 pontos percentuais do total).</p>	<p>O volume financeiro internalizado no mercado de "equities" do Canadá encontrava-se próximo de 20% do total em 2020, sendo 7.5 p.p via "intentional cross" (deve ser transparente e pode contar com melhoria de preço abaixo do "tick-size") e entre 11-13 p.p via "unintentional cross" (pode ser opaca e deve contar com melhoria de preço de ao menos um "tick-size").</p>



## VII. CONCLUSÕES PARCIAIS

Acerca do desenvolvimento realizado até o momento, pode-se tecer as seguintes conclusões principais:

- No que abrange o problema regulatório, constata-se que a literatura empírica sobre seleção adversa possui conclusões distintas acerca dos efeitos de internalização e negociações sem transparência pré-negociação sobre variáveis de liquidez nos mercados visíveis:
  - Existem estudos empíricos que mensuram relações benignas ou de complementariedade. No entanto, a maioria dos estudos considera que há deterioração de alguma métrica de liquidez com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar.
  - A maior parte dos estudos foca na questão de variação de condições de liquidez (custo), não havendo foco na mensuração de benefícios ou na relação de custo x benefício da problemática.
- No que se relaciona à fundamentação legal do tema, são publicamente conhecidos os dispositivos normativos da CVM que acabam por vedar a internalização, ao menos como praticada em diversas jurisdições no exterior.
  - A introdução de “broker-preferencing” via procedimentos específicos de negociação, tais como as “Ofertas RLP” em mercado de bolsa, ou possíveis ambientes de negociação com grandes lotes, permitem que haja algum nível de internalização no mercado brasileiro, ainda que em modelo distinto do exterior.
  - Existem pormenores técnicos na **legislação** brasileira, referentes a uso de conta segregada por comitente final para custódia de ativos, que tornam o processo de liquidação de operações no Brasil *sui generis* em relação aos benchmarks analisados, fazendo com que modelos de internalização semelhantes aos do exterior sejam mais difíceis de serem implementados.
- No que tange os participantes afetados, sublinha-se que:
  - Há participantes regulados unicamente pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil. No entanto, há esferas de competência conjunta.



- Existe um processo contínuo de consolidação no mercado de intermediação nos anos recentes. Nesse sentido, existe um conglomerado líder que possui vantagens competitivas iniciais, conforme métricas analisadas, caso modelos regulatórios mais aderentes ao exterior sejam adotados.
- No que tange o mapeamento de experiências internacionais, ressalta-se que:
  - As jurisdições estrangeiras analisadas possuem arcabouços legais e jurídicos e conjunturas de mercado distintas entre si e do Brasil.
  - As jurisdições analisadas permitem modelos que podem ser considerados menos restritivos que o brasileiro, porém todas com suas particularidades.
  - Em todas as jurisdições, diferentemente do Brasil, há algum grau de competição entre ambientes de negociação de tipos distintos na execução de ordens, inclusive via internalização.

Sendo assim, postula-se os seguintes desafios para a conclusão do trabalho, para os quais espera-se obter auxílio via tomada pública de subsídio, conforme faculdade conferida pelo Art. 8º do Decreto 10.411/20:

- Quais os objetivos regulatórios a serem perseguidos no que abrange a temática? Nesse quesito, é necessário considerar os mandatos legais da CVM, conforme Art. 4º da Lei 6.385/76, bem como os princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca de liquidez opaca, em seu relatório de 2011<sup>316</sup>.
- Quais as alternativas regulatórias factíveis para a mitigação dos problemas regulatórios, caso seja considerado que o cenário de não-ação não seja a única alternativa viável.
- Quais os impactos das alternativas mencionadas, em especial na seara dos benefícios potenciais aos investidores?
- Que estratégias podem ser adotadas para mensurar custo-benefício de maneira crível, considerando que não há internalização nos moldes do exterior?

---

<sup>316</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, Principles for Dark Liquidity (Final Report).



## VIII. BIBLIOGRAFIA

ADAM ADERTON; P. GEORGIA BULLITT; ALICESON LITTMAN; *et al.* SEC Proposes Sweeping Changes to Market Structure. Disponível em: <<https://www.willkie.com/publications/2023/02/sec-proposes-sweeping-changes-to-market-structure>>. Acesso em: 25 set. 2023.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488, 1970.

ANGEL, James J. Retail Investors Get a Sweet Deal: The Cost of a SIP of Stock Market Data. **SSRN Electronic Journal**, 2018. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=3268916>>. Acesso em: 25 set. 2023.

AQUILINA, Matteo; DIAZ-RAINEY, Ivan; IBIKUNLE, Gbenga; *et al.* Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/op17-29.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

ARAMIAN, Fatemeh; NORDÉN, Lars L. Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers. **European Financial Management**, p. eufm.12430, 2023.

ARAMIAN, Fatemeh; NORDÉN, Lars L. High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms. **SSRN Electronic Journal**, 2020. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=3738608>>. Acesso em: 10 dez. 2023.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators. Disponível em: <<https://download.asic.gov.au/media/okhpmov0/rg172-published-2-august-2022.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets. Disponível em: <<https://download.asic.gov.au/media/vylbcvwt/rg265-published-2-august-2022.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331: Dark liquidity and high-frequency trading. Disponível em: <<https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity. Disponível em: <<https://download.asic.gov.au/media/3444836/rep452-published-26-october-2015.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Manual de procedimentos operacionais de negociação da B3 - Sem marcas. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/34/81/7E/27/B808B810F2AB77B8AC094EA8/MPO%20de%20Negociacao%20da%20B3.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2023.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Ofício Circular 003/2022-VPC. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/data/files/91/53/99/8A/7413E7108BD66BD7AC094EA8/OC%20003-2022-VPC%20RLP\\_LIMPA\\_REVISADO\\_RR.pdf](https://www.b3.com.br/data/files/91/53/99/8A/7413E7108BD66BD7AC094EA8/OC%20003-2022-VPC%20RLP_LIMPA_REVISADO_RR.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Ofício Circular 014/2022-PRE. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/64/25/54/64/3E2AE7101CBEC9E7AC094EA8/OC%20014->



2022%20PRE%20Alter%C3%A7%C3%B5es%20no%20Manual%20de%20Procedimentos%20Operacionais%20de%20Negocia%C3%A7%C3%A3o%20da%20B3%20(P).pdf>. Acesso em: 28 nov. 2023.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Ofício Circular 050/2018-VOP. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/4A/11/3F/43/A6DF9610D97FFE96AC094EA8/OC%20050-2018-VOP%20Consulta%20Publica%20Facilitation.pdf>>. Acesso em: 28 nov. 2023.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Ofício Circular 176/2022-PRE. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/data/files/51/B1/C5/83/E6D05810F534EB48AC094EA8/OC%20176-2022%20PRE%20Regras%20para%20Registro%20de%20Ofertas%20Diretas%20%E2%80%93%20Tamanho%20M%C3%ADnimo%20e%20Thresholds%20de%20Ofertas%20Diretas...%20\(PT\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/51/B1/C5/83/E6D05810F534EB48AC094EA8/OC%20176-2022%20PRE%20Regras%20para%20Registro%20de%20Ofertas%20Diretas%20%E2%80%93%20Tamanho%20M%C3%ADnimo%20e%20Thresholds%20de%20Ofertas%20Diretas...%20(PT).pdf)>. Acesso em: 16 fev. 2024.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Norma de Supervisão BSM 10/2022. Disponível em: <[https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/norma-de-supervisao-BSM\\_10\\_2022-RLP\\_norm.pdf](https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/norma-de-supervisao-BSM_10_2022-RLP_norm.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market. Disponível em: <[https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa\\_20190312\\_internalization-within-the-canadian-equity-market.pdf](https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa_20190312_internalization-within-the-canadian-equity-market.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-308: Update on Forum to Discuss CSA/IIROC Joint Consultation Paper 23-404 “Dark Pools, Dark Orders and Other Developments in Market Structure in Canada” and Next Steps. Disponível em: <[https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa\\_20100528\\_23-308\\_update-dark-pools.pdf](https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa_20100528_23-308_update-dark-pools.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-327: Update on Internalization within the Canadian Equity Market. Disponível em: <[https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-11/csa\\_20200820\\_23-327\\_csa-iiroc-internalization-canadian-equity-market.pdf](https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-11/csa_20200820_23-327_csa-iiroc-internalization-canadian-equity-market.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

CFA INSTITUTE. Trade-At Rules In Australia And Canada: A Mixed Bag For Investors. **Policy Brief**, 2014. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/issue-brief/policy-brief-trade-at-rules.ashx>>. Acesso em: 5 out. 2023.

CHARLES SCHWAB CORPORATION. Schwab Whitepaper: U.S. Equity Market Structure - Order Routing Practices, Considerations, and Opportunities. Disponível em: <<https://content.schwab.com/web/retail/public/about-schwab/Schwab-2022-order-routing-whitepaper.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

CHIOH, Wenn Sheng; CHUA, Bing Kiat; ANG, Andrew; *et al.* Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market. Disponível em: <<https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/MIS/Effects-of-Dark-Trading-on-Liquidity-of-Singapore-Equity-Market.pdf>>. Acesso em: 5 dez. 2023.

COMERTON-FORDE, Carole; PUTNIŅŠ, Tālis J. Dark trading and price discovery. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 70–92, 2015.



- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Boletim Econômico - Edição 10. Disponível em: <[https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm\\_boletim\\_economico\\_99.pdf/view](https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_99.pdf/view)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 18/2019-CVM/SMI. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410\\_\\_versao\\_site.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410__versao_site.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 20/2019-CVM/SMI. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190528/1410.pdf>>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 25/2020-CVM/SMI. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410\\_\\_versao\\_site.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410__versao_site.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Memorando nº 46/2020-CVM/SMI. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201215/1410\\_19\\_Memo.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201215/1410_19_Memo.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício Interno nº 11/2023/CVM/SMI/GMA-2. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2023/20230404\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2023/20230404_R1.html)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20211207/1410\\_19.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20211207/1410_19.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2007/sdm0607-relatorio.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-relatorio.pdf)>. Acesso em: 9 nov. 2023.
- COSTA, Isac. XP Facilitation, oferta RLP e internalização à brasileira. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 24, n. 92, p. 15–49, 2021.
- DEGRYSE, Hans; DE JONG, Frank; KERVEL, Vincent Van. The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality. **Review of Finance**, v. 19, n. 4, p. 1587–1622, 2015.
- DEVANI, Baiju; ANDERSON, Lisa; ZHANG, Yifan. Impact of the Dark Rule Amendments. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Consultation Paper: MiFID II/ MiFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligations for shares. Disponível em: <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/cp\\_review\\_report\\_transparency\\_equity\\_dvc\\_tos.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/cp_review_report_transparency_equity_dvc_tos.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Deprioritisation of supervisory actions on the obligation to publish RTS 27 reports after 28 February 2023 in light of the ongoing legislative procedure on the MiFID II/MiFIR review. Disponível em: <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3444\\_public\\_statement\\_rts\\_27\\_reporting.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3444_public_statement_rts_27_reporting.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.



EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers”.

Disponível em: <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2749\\_esma\\_public\\_statement\\_pfof\\_and\\_zero-commission\\_brokers.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2749_esma_public_statement_pfof_and_zero-commission_brokers.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. On the assessment of pre-trade transparency waivers for equity and non-equity instruments. Disponível em:

<[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-6641\\_opinion\\_on\\_the\\_assessment\\_of\\_pre-trade\\_transparency\\_waivers.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-6641_opinion_on_the_assessment_of_pre-trade_transparency_waivers.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics. Disponível em:

<[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38\\_qas\\_markets\\_structures\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics. Disponível em:

<[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35\\_qas\\_transparency\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Report to the European Commission: CSDR Internalised Settlement. Disponível em:

<[https://docs.google.com/viewer?url=https%3A%2F%2Fwww.esma.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Flibrary%2Fesma70-156-3729\\_csd\\_r\\_report\\_to\\_ec\\_-\\_internalised\\_settlement.pdf](https://docs.google.com/viewer?url=https%3A%2F%2Fwww.esma.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Flibrary%2Fesma70-156-3729_csd_r_report_to_ec_-_internalised_settlement.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

FOLEY, Sean; PUTNIŅŠ, Tālis J. Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?”. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/trade-at-rule-report.ashx>>. Acesso em: 26 nov. 2023.

FOLEY, Sean; PUTNIŅŠ, Tālis J. Should we be afraid of the dark? Dark trading and market quality. **Journal of Financial Economics**, v. 122, n. 3, p. 456–481, 2016.

GENARO, Alan; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil: Impact on Market Quality). **SSRN Electronic Journal**, 2021. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=3986368>>. Acesso em: 9 out. 2023.

HAGSTRÖMER, Björn. Market Fragmentation in Europe. **SSRN Electronic Journal**, 2022. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=4274523>>. Acesso em: 25 set. 2023.

HASBROUCK, Joel. One Security, Many Markets: Determining the Contributions to Price Discovery. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1175–1199, 1995.

HASBROUCK, Joel. Price Discovery in High Resolution. **Journal of Financial Econometrics**, v. 19, n. 3, p. 395–430, 2021.

HITESH MITTAL; KATHRYN BERKOW. The Good, The Bad And The Ugly of Payment for Order Flow. Disponível em: <<https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow>>. Acesso em: 25 set. 2023.



INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity (Final Report). Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD353.pdf>>. Acesso em: 30 nov. 2023.

INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA. Inherent Risks Within the Global Custody Chain. Disponível em: <[https://docs.google.com/viewer?url=https%3A%2F%2Fissanet.org%2Fcontent%2Fuploads%2F2013%2F04%2FISSA\\_Report\\_Inherent\\_Risk\\_February\\_2017.pdf](https://docs.google.com/viewer?url=https%3A%2F%2Fissanet.org%2Fcontent%2Fuploads%2F2013%2F04%2FISSA_Report_Inherent_Risk_February_2017.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. IIROC Notice 17-0137: Amendments Respecting Best Execution. Disponível em: <[https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-12/iiroc\\_20170706\\_iiroc-notice-170137\\_0.pdf](https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-12/iiroc_20170706_iiroc-notice-170137_0.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

JOHN A. ZECCA. Re: Regulation Best Execution, File No. S7-32-22, Release No. 34-96496; Order Competition Rule, File No. S7-31-22, Release No. 34-96495; Regulation NMS: Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders, File No. S7-30-22, Release No. 34-96494; Disclosure of Order Execution Information, File No. S7-29-22, Release No. 34-96493. Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/s7-31-22/s73122-20162299-331153.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

JONES, Charles M. Understanding the market for US equity market data. 2018. Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/4-729/4729-4545881-176154.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

MAHONEY, P.G.; RAUTERBERG, G.V. **The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation**. [s.l.]: SSRN, 2017. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=IOr5zgEACAAJ>>.

OLSON, Mancur. **The logic of collective action: public goods and the theory of groups**. Cambridge (Mass.) London: Harvard university press, 1971. (Harvard Economic Studies, 124).

OXERA CONSULTING LLP. **Primary and secondary equity markets in the EU: final report**. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2020.

OXERA CONSULTING LLP. The landscape for European equity trading and liquidity. Disponível em: <<https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2021/06/European-equity-liquidity-landscape-Q1-2021-Final-26-05-2021.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

RESERVE BANK OF AUSTRALIA. Review of Settlement Practices for Australian Equities. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/payments-and-infrastructure/financial-market-infrastructure/clearing-and-settlement-facilities/pdf/practices-au-equities-may08.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

RHODRI G. PREECE. Dark pools, internalization, and equity market quality. **Position Paper**, p. 86, 2012.

ROSENBLATT SECURITIES. Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-90610 (Market Data Infrastructure). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/final/2020/34-90610.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.



SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-94196 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-94196.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-96495 (Order Competition Rule). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-96930 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/final/2023/34-96930.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

STEPHEN JOHN BERGER. Re: Order Competition Rule (File No. S7-31-22). Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/s7-31-22/s73122-20164211-334052.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

STUART WEINSTEIN; SINA YEKINI. Transparency In Securities Transactions And Custody Chains: Study on the Benefits and Costs of Securities Accounting Systems. Disponível em: <[https://issanet.org/content/uploads/2013/04/ISSA\\_commissioned\\_Securities\\_Accounting\\_System\\_research\\_paper.pdf](https://issanet.org/content/uploads/2013/04/ISSA_commissioned_Securities_Accounting_System_research_paper.pdf)>. Acesso em: 25 set. 2023.

THE DUTCH AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS. Assessing the quality of executions on trading venues: The “Comparative Pricing Model”. Disponível em: <<https://www.afm.nl/~/profmedia/files/nieuws/2022/afm-paper-assessment-execution-quality-pfof-venues.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2023.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. **The Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 2, p. 233–261, 1979.

