

INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS

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

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA)

Fevereiro/2026



Elaboração: Equipe da Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade – ASA, coordenado pelo Inspetor Rafael Hotz Arroyo

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) e a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), além da ajuda prestada pela Superintendência de Tecnologia da Informação (STI) e a Gerência de Contabilidade e Custos (GECON/SAD), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. Também gostaríamos de agradecer aos respondentes da Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM 01/24, que ofereceram contribuições valiosas para a conclusão deste trabalho, e aos demais participantes do mercado que interagiram conosco ao longo da elaboração deste estudo.

As opiniões e conclusões apresentadas neste trabalho são exclusivamente de seus autores e não expressam necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas técnicas da Autarquia.



SUMÁRIO

I. SUMÁRIO EXECUTIVO	6
II. ESCOPO E PROBLEMA REGULATÓRIO	12
II.1. Escopo	12
II.2. Contexto das discussões do problema regulatório	12
II.2.1 – Do mecanismo “client facilitation”	12
II.2.2 – Da sequência dos fatos	14
II.3. Problema regulatório	25
II.3.1 – Definições	25
II.3.2 – Seleção adversa	27
II.3.3 – Bens públicos	61
II.3.4 – Custos de transação	63
II.3.5 – Conflitos de agência e de interesse	65
II.3.6 – Árvores de problema regulatório	66
III. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL	68
III.1. Principais instrumentos legais e regulatórios	68
III.2. Ambientes de negociação permitidos	68
III.3. Regime de transparência	75
III.3.1 – Transparência pré-negociação	75
III.3.2 – Transparência pós-negociação	75
III.3.3 – Participantes aptos à recepção e divulgação de informações	76
III.3.4 – Condições de acesso às informações	76
III.3.5 – Informação divulgada	77
III.4. Execução de ordens por internalizadores	78
III.4.1 – Melhor execução	78
III.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)	79
III.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço	80
III.4.4 – Prioridade de execução	80
III.5. Liquidação de operações	81
III.6. Comparativo de ambientes de negociação permitidos no Brasil	84
IV. PARTICIPANTES AFETADOS	87
IV.1. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	87
IV.2. Administradoras de mercados organizados	87
IV.3. Depositárias centrais	88
IV.4. Prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações (“clearings”)	88



IV.5. Investidores.....	88
IV.6. Intermediários	89
V. Benchmark internacional	93
V.1. EUA	93
V.1.1. Principais instrumentos legais e regulatórios.....	93
V.1.2. Ambientes de negociação permitidos.....	94
V.1.3. Regime de transparência.....	98
V.1.4. Execução de ordens por internalizadores	103
V.1.5. Liquidação de operações.....	107
V.1.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas.....	108
V.1.7. Tendências recentes.....	109
V.2. União Europeia	113
V.2.1. Principais instrumentos legais e regulatórios.....	113
V.2.2. Ambientes de negociação permitidos.....	114
V.2.3. Regime de transparência.....	118
V.2.4. Execução de ordens por internalizadores	128
V.2.5. Liquidação de operações.....	131
V.2.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas.....	132
V.2.7. Tendências recentes.....	133
V.3. Austrália	134
V.3.1. Principais instrumentos legais e regulatórios.....	134
V.3.2. Ambientes de negociação permitidos.....	134
V.3.3. Regime de transparência.....	136
V.3.4. Execução de ordens por internalizadores	139
V.3.5. Liquidação de operações.....	141
V.3.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas.....	142
V.3.7. Tendências recentes.....	143
V.4. Canadá.....	144
V.4.1. Principais instrumentos legais e regulatórios.....	144
V.4.2. Ambientes de negociação permitidos.....	146
V.4.3. Regime de transparência.....	148
V.4.4. Execução de ordens por internalizadores	151
V.4.5. Liquidação de operações.....	153
V.4.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas.....	154
V.4.7. Tendências recentes.....	154
V.5. Comparativo internacional	155
VI. Objetivos regulatórios	164
VII. Alternativas regulatórias	169
VII.1. Possibilidades gerais	169



VII.2. Sandbox regulatório	173
VII.3. Triagem preliminar de alternativas	173
I. Impactos, efeitos e riscos das alternativas	198
VIII.1. Necessidade de análise da VP 2 em primeira instância.....	198
VIII.2. Modelo lógico-causal referente à VP2	204
VIII.3. Modelagem econométrica proprietária de efeitos de efeitos da seleção adversa sobre o “bid-ask spread” nominal cotado	208
VIII.3.1. Especificação do modelo	208
VIII.3.3. Resultados obtidos	213
VIII.4. Complementos à modelagem, da B3 acerca de efeitos de seleção adversa sobre o “bid-ask spread” nominal cotado.....	225
II. Comparação das alternativas e recomendação	230
IX.1. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – seleção adversa e custos explícitos	230
IX.2. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – conflitos de agência e interesse	242
IX.2.1. Perdas operacionais recorrentes em cenário de internalização irrestrita	242
IX.2.2. Custos de compliance em cenário de internalização irrestrita	244
IX.2.3. Custos de autorregulação em cenário de internalização irrestrita	252
IX.2.4. Custos de MRP em cenário de internalização irrestrita	256
IX.3. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – escolha da alternativa regulatória.....	258
IX.3.1. Integração do modelo e análise de cenários com restrições – comparação de alternativas e recomendação regulatória	258
IX.4. Identificação de efeitos e riscos e estratégias de monitoramento relacionados à alternativa recomendada.....	277
IX.5. Implementação	287
III. BIBLIOGRAFIA	289



I. SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente trabalho consiste num Relatório Final de AIR acerca do tema “internalização de ordens”, desenvolvido em etapas conforme o Decreto 10.411/20. Ele consiste numa atualização do Relatório Parcial¹ publicado em 2024, o qual foi alvo do Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (doravante “TPS/ASA”)². Com respeito a tanto, a CVM agradece a todos os participantes interessados que se manifestaram em resposta, indo ao encontro do inciso VIII do Art. 6º do Decreto e esclarecendo que todas as respostas foram alvo de análise e que as informações ali contidas foram avaliadas e incorporadas ao longo deste Relatório Final.

Esta AIR possui como objetivo principal o fornecimento de recomendações de *diretrizes* regulatórias acerca do tema de internalização de ordens no mercado de valores mobiliários, com foco nos instrumentos negociados nos mercados à vista de renda variável, em especial ações e assemelhados (“*equities*”).

O presente trabalho foi dividido em dez etapas, incluso este Sumário Executivo como a primeira delas, em atendimento ao inciso I do Art. 6º do Decreto. A segunda etapa consistiu na análise do problema regulatório, conforme exigido pelo inciso II do Art. 6º do Decreto. Ali, duas subseções foram inclusas: uma contextualizando e fornecendo uma cronologia da discussão regulatória acerca do tema e outra subseção dedicada a análise técnica do problema regulatório.

Sobre esse ponto, destaca-se a constatação de quatro problemas regulatórios que influenciam a discussão da temática: i) seleção adversa; ii) bens públicos; iii) conflitos de interesse e agência e; iv) custos de transação, sempre havendo possibilidade de falha regulatória na mitigação de todos. 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 sendo permitida pelo arcabouço regulatório atual.

A terceira 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 quarta etapa mapeia os 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. Identifica-se participantes afetados regulados

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Análise de Impacto Regulatório (Parcial) - AIR: Internalização de Ordens.

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24.



tanto pela CVM quanto pelo Banco Central do Brasil, bem como instrumentos legais e normativos que afetam ambos.

A quinta etapa do trabalho corresponde a um mapeamento da experiência internacional quanto às medidas adotadas para a resolução do problema regulatório identificado, item mandatório 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.

A sexta etapa do trabalho executa um mapeamento dos objetivos regulatórios pretendidos com a regulamentação sob análise, conforme inciso V do Art. 6º do Decreto, tendo sido identificados cinco objetivos regulatórios finalísticos e potencialmente conflitantes, com base nos mandatos legais da CVM, dispostos na Lei 6385/76.

A sétima etapa consiste na formulação e comparação de alternativas regulatórias que possam endereçar os problemas regulatórios e os objetivos regulatórios associados, em atendimento aos incisos VI, VII e VII-A do Art. 6º do Decreto. Tais alternativas, por sua vez, perpassam a definição, análise e combinação de dezenas (16) “variáveis parâmetro”, cada uma representando um tópico relevante da estrutura de mercado impactado pela internalização de ordens e contendo mais de uma opção possível.

A análise das alternativas possíveis prescindiu da análise detalhada de uma das variáveis parâmetro, notadamente a conveniência de restrições aos volumes financeiros de operações internalizadas, tal como no *status quo*. Isso porque tal variável endereça o nevrágico *trade-off* entre redução de custos totais de transação aos investidores de **varejo** versus possível elevação dos custos implícitos médios de negociação a **todos** os investidores.

Tal análise detalhada contou com uma **modelagem econometrífica proprietária**, além de um trabalho de modelagem complementar sobre aquela proposta pela B3 em sua manifestação pública à referida Tomada de Subsídios. Concluiu-se nesta análise que a elevação do volume de varejo internalizado num cenário de internalização irrestrita tenderia a reduzir, de maneira não desprezível, os parâmetros de liquidez em ambientes de negociação que contam com livros de ordem visíveis, elevando custos implícitos médios de negociação a **todos** os investidores.

A análise comparativa das alternativas regulatórias, representadas por combinações de opções nas dezenas variáveis parâmetro mencionadas, por sua vez, foi realizada através de um modelo de custo-benefício integrado. A análise partiu de cenários de internalização irrestrita e menores requisitos de salvaguarda em direção a cenários mais conservadores. Alternativas as quais não resultaram em ganhos monetários absolutos e relativos aos investidores de varejo superiores às perdas



monetárias absolutas e relativas aos investidores institucionais foram sequencialmente descartadas.

Nesse sentido, os seguintes parâmetros de custos regulatórios foram alvo de modelagem proprietária para os cenários propostos em cada alternativa: i) perdas operacionais recorrentes, compreendidas como custos inevitáveis decorrentes de falhas operacionais, fraude e má conduta dos intermediários em cenários de internalização; ii) custos de compliance ao regulador e aos intermediários, minimamente necessários para executar atividades de supervisão, sanção e proporcionar transparência capaz de estabilizar o nível de perdas operacionais recorrentes anteriormente estimado; iii) custos de autorregulação, caso considerados necessários na combinação de “variáveis parâmetro”; iv) custos de mecanismos de MRP, caso considerados necessários na combinação de “variáveis parâmetro”.

Tais custos foram acoplados às alternativas regulatórias restantes num modelo integrado, aglutinando os efeitos de custos de transação e custos regulatórios, fornecendo um cálculo de custo-benefício em valor presente líquido, em valores reais (ajustado a inflação). Tais valores contrastam potenciais resultados líquidos oferecidos pelas alternativas restantes aos investidores de varejo *versus* investidores institucionais.

Decorre da análise que modelos de internalização irrestrita foram descartados, em função dos custos monetários aos investidores institucionais superarem os ganhos monetários aos investidores de varejo. Frisa-se que o potencial efeito deletério sobre a liquidez nos ambientes contendo livros de ordem visíveis, essenciais para a formação de preço de referência para as próprias operações internalizadas, foi considerado por si só um fator inibidor da conveniência regulatória de flexibilização, independente dos demais vetores de custo de observância.

Apenas simulações com requerimentos de melhoria mínima de preço foram capazes de fornecer resultados líquidos aos investidores de varejo superiores à elevação de custos aos investidores institucionais, tanto em termos monetários absolutos, quanto em termos relativos (*basis points* em relação ao volume financeiro negociado) – frisa-se aqui que tal requerimento de melhoria de preço, indiretamente, fornece uma restrição de ordem prática ao volume financeiro internalizado.

Ao final, em atendimento ao inciso XI do Art. 6º do Decreto, chega-se as duas alternativas regulatórias remanescentes, a serem comparadas para recomendação final: i) alternativa de *status quo*, mantendo as possibilidades vigentes de internalização circunscritas aos procedimentos específicos de negociação em ambiente de bolsa, com leve flexibilização unicamente devido a proposição de inexistência de limitações no rol de ativos permitidos e no que toca o volume financeiro de varejo permitido; ii) alternativa com flexibilização, permitindo internalização em ambiente de balcão organizado, com melhoria de preço mínima,



sem limitações de volume financeiro, sem liquidação mandatória em CCP no caso de balcão bilateral, porém com autorregulação e MRP mandatórios.

A alternativa regulatória referente ao *status quo* com flexibilização é aqui recomendada, com base nos seguintes critérios de custo-benefício quantitativos, qualitativos e outros condicionantes:

- No contexto das “variáveis parâmetro” referentes ao *status quo*, em especial o requerimento de melhoria mínima de preço, pode ser argumentado que a parcela *mensurável* dos possíveis benefícios ao varejo (deduzida das perdas correspondentes aos institucionais), referente à seleção adversa, a qual se encontraria em cenário limítrofe relativamente às perdas dos institucionais em melhor hipótese, já pode ser obtida através do afrouxamento de regras referentes ao mecanismo de RLP atualmente vigente, tais como fim do limite aos ativos elegíveis, permissão de negócios com lotes fracionários e fim de limites quantitativos aos volumes financeiros.
 - O RLP, no mercado de ações à vista, já permite que até 30% do volume de varejo seja internalizado, valor esse acima da suposição do cenário final referente a alternativa não recomendada³, que pressupunha que o requerimento de melhoria mínima de preço limitaria naturalmente o volume de varejo internalizado a 20%.

³ O Cenário 16 (e suas variações) adiante foi o cenário referente a alternativa regulatória preterida. Ele pressupõe: i) melhoria média de 34.4% do “bid-ask spread” nominal cotado para operações de varejo internalizadas (estas representando 40.2% do volume de varejo “*lit*”), ambos os parâmetros baseados em dados empíricos recentes do RLP e do Sistema de Acompanhamento de Mercado (SAM) da CVM, respectivamente; ii) internalização espontânea máxima de 20% do volume de varejo “*lit*” dado o requerimento de melhoria mínima de preço, resultando em queda total do volume “*lit*” de apenas 3%, suposição em linha com dados empíricos do RLP e de outras jurisdições; iii) estimativa de piora do “bid-ask spread” nominal médio cotado em 1.6%, para o parâmetro de 20% de internalização de volume de varejo “*lit*”, com base em modelagem econômétrica proprietária, média dos melhores modelos econômétricos elegíveis; iv) redução em 50% nos emolumentos cobrados atualmente pela B3 (indo a 0.25 basis points), com base em cenário de possível competição entre ambientes de negociação em mercado de bolsa; iv) repasse aos investidores de varejo internalizados de uma cobrança de 0.26 basis points de taxa de pós-negociação, referente a transferências de custódia em central depositária; v) valores de volume financeiro negociado referentes a 2024, com base no SAM; vi) estimativas proprietárias para os demais custos de observância, explicitadas em detalhes ao longo do relatório. O Cenário 16 ainda foi modulado em outros dois cenários praticamente idênticos, com diferenças apenas baseadas nos modelos econômétricos com menor e maior sensibilidade de piora no “bid-ask spread” nominal cotado, de 1.2% e 2.0%, respectivamente.



- Nessa esteira, uma vez que as simulações referentes a seleção adversa já apontam que flexibilizações no contexto atual do RLP poderiam fornecer benefícios ao varejo que superam seus custos, sem ônus adicionais ao sistema, poderia ser argumentado que a escolha pela alternativa com flexibilização só seria justificada nas economias de taxas de emolumentos e pós-negociação (custos explícitos) *versus* os demais custos de observância introduzidos no sistema.
 - Nesse cálculo, para o cenário final, compara-se economias simuladas de R\$ 35.8 milhões ao ano versus uma margem de custos de observância que varia entre R\$ 48.6 e R\$ 62.8, reduzindo o potencial de ganhos aos investidores de varejo.
- Dessa forma, considerando a possibilidade de cenários limítrofes, julga-se que a relação de riscos versus retorno da alternativa com flexibilização torna-se indesejável em relação a alternativa de *status quo*.
 - Por exemplo, um risco relevante no cenário alternativo é o de que **seria imprescindível a obtenção de recursos orçamentários e humanos adicionais por parte da CVM para que os benefícios estimados atrelados ao cenário recomendado se materializem**. Caso os recursos não fossem obtidos, seria possível que as perdas operacionais recorrentes fossem maiores a ponto subtrair quaisquer benefícios líquidos ao investidor de varejo.

Logo, em conclusão, esta AIR opta pelas seguintes recomendações regulatórias e procedimentais:

- Escolha pela alternativa regulatória referente ao *status quo*, a qual mantém circunscritas as possibilidades de internalização de ordens aos procedimentos específicos de negociação em mercado de bolsa, tais com mecanismos de RLP, conforme atualmente.
 - Dentro de tais procedimentos, recomenda-se a flexibilização total de limites referentes aos: i) rol de ativos negociados, permitindo qualquer ativo no mercado à vista de ações, incluso lote fracionário; ii) volume financeiro de varejo permitido.
- Recomenda-se uma Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), até o final de 5 anos da operacionalização das recomendações acima, com os seguintes objetivos:
 - Verificação empírica de premissas referentes ao volume de varejo internalizado, melhoria de preço e alterações sobre o “bid-ask spread” nominal cotado, como forma de verificar *a posteriori* a obtenção pelos investidores de varejo dos benefícios estimados *a priori*. Nesse sentido, é necessário coletar e monitorar dados periódicos que permitam recalibrar a modelagem econometrífica e as simulações quando desejado.



- Análise de eventual novo contexto competitivo no que abarca o mercado de ambientes de negociação, bem como evolução espontânea das variáveis parâmetro abordadas neste estudo.
- Recomenda-se estudos adicionais referentes a algumas variáveis parâmetro abordadas nesta análise, tais como VP 3 (melhoria de preços, em especial possibilidade de fracionamento e modulação do regime de *tick-size*), VP7 (possibilidades de defasagem de transparência pós-negociação), VP9 (fita consolidada) e VP10 (liquidação de operações internalizadas).
- Recomenda-se a normatização de relatórios padronizados de *disclosure* acerca de melhor execução e conflitos de interesse por parte dos intermediários, em linha com benchmark internacional (EUA) e procedimentos e custos estimados para a alternativa com flexibilização, como forma de facilitar o monitoramento da melhor execução pelo regulador e pelo público em geral.
 - Num eventual cenário de competição entre administradores de mercado de bolsa, tal normatização já se faria necessária, logo tratar-se de recomendação regulatória com sinergias ao contexto competitivo mais geral.
 - É possível estruturar, racionalizar e consolidar todos os requerimentos de disclosure de: i) conflitos de interesse envolvendo ambientes de negociação e intermediários; ii) regras de funcionamento de ambientes de negociação e procedimentos de intermediários, bem como salvaguardas existentes para conflitos de interesse e riscos operacionais, hoje dispersas.

Como oitava e última etapa, a análise identifica efeitos e riscos referentes a alternativa recomendada, em atendimento ao inciso X do Art. 6º do Decreto. Por fim, como nona e última etapa, em atendimento ao inciso XII do Art. 6º do Decreto, uma estratégia de implementação e monitoramento é concebida em *diretrizes gerais*, salientando que a recomendação aqui presente ainda passará pelos ritos internos de aprovação, caso a recomendação regulatória seja acatada pelo Colegiado da CVM e priorizada pela área técnica, com base nos ritos do Decreto e de sua Resolução CVM 67, se for o caso.



II. ESCOPO E PROBLEMA REGULATÓRIO

II.1. Escopo

Esta AIR possui como objetivo principal o fornecimento recomendações de *diretrizes* regulatórias acerca do tema de internalização de ordens no mercado de valores mobiliários, com foco nos instrumentos negociados nos mercados à vista de renda variável, em especial ações e assemelhados (“*equities*”), pelas seguintes razões:

- Tal segmento de mercado é aquele no qual as grandes celeumas persistem na discussão regulatória internacional.
- No Brasil, o mercado de renda fixa orbita unicamente em torno dos ambientes de balcão, em especial de registro de operações previamente realizadas, ilíquidos, o que torna a discussão acerca de internalização de ordens bem distinta do mundo de instrumentos negociados em mercados secundários com liquidez, como ações e equivalentes.
- O mercado de derivativos já possui experiência referente a internalização devido ao mecanismo de RLP existente no âmbito da Bolsa Brasil Balcão S.A (doravante “B3”) desde 2019, podendo beneficiar-se da discussão aqui tecida em acréscimo às particularidades já exploradas na prática.
- Mercados específicos e alternativos, tais como o de empréstimo de ativos, podem beneficiar-se das discussões e diretrizes aqui fornecidas de maneira complementar, com suas particularidades sendo endereçadas em consulta pública, se for o caso.

Esta AIR não irá fornecer uma minuta de norma caso as diretrizes regulatórias apontem em favor de nova norma. Tal minuta, de acordo com os procedimentos normativos vigentes da CVM (Resolução CVM 67), será produzida pela SDM e levada a consulta pública no âmbito de uma Agenda Regulatória que priorize o tema.

Por fim, nota-se que esta AIR buscará discutir a internalização de ordens da perspectiva do regulador, através de conceitos microeconômicos e focando nos problemas regulatórios subjacentes. Questões de caráter mais particularizado, procedural e jurídico serão abordadas apenas de maneira acessória.

II.2. Contexto das discussões do problema regulatório

II.2.1 – 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 voluntariamente oferecido pela administradora de mercado organizado B3⁴.

Por sua vez, a origem da oferta RLP pode ser traçada até a celeuma do 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 americano, 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 B3⁵.

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 disciplinar⁶ no âmbito do então braço de autorregulação BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). A BSM elaborou uma acusação com base em deficiências de busca por melhor execução aos clientes, que pode ser sintetizada no fato do procedimento adotado pela corretora para realizar cruzamento de ordens com sua carteira proprietária violar a regra de prioridade “preço-tempo”⁷, preterindo a ordem de outros clientes investidores.

⁴ Sem prejuízo das ofertas diretas, tópico especial a ser detalhado posteriormente.

⁵ 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.

⁶ Processo Administrativo BSM 012/2016. Ver: <https://www.bsmsupervisao.com.br/parecer?processo=PAD-012/2016>. Acesso em: 08/09/2025.

⁷ De acordo com a BSM, 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-8AA8D0CC95C8AC56019625AB7847261A.htm >. Acesso em: 08/09/2025.



Houve, em 2018, a celebração de um Termo de Compromisso⁸ da XP com a BSM, seguido da condenação da corretora e alguns de seus diretores e operadores naquele foro autorregulador⁹.

Em 2018¹⁰, 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 opinião do mercado via consulta pública. Posteriormente, tais propostas foram aprovadas pela CVM, no âmbito dos procedimentos específicos de negociação permitidos por regulamentação, e implementadas pela B3 via novas regras em seu Manual de Procedimentos Operacionais.

II.2.2 – 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 formal 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

⁸ 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 resarcir 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, num total de R\$ 4.6 milhões de reais. Ver: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/parecer?processo=PAD-012/2016>>. Acesso em: 08/09/2025.

⁹ 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. A multa total, incluindo o DRM e a Corretora, somou R\$ 36.3 milhões. Ver: BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, c2023. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/parecer?processo=PAD-012/2016>>. Acesso em: 08/09/2025.

¹⁰ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 050/2018-VOP.



redação do que seria a antiga Instrução CVM 461/07. Naquela oportunidade, também indagou os participantes acerca da não permissão da internalização de ordens.¹¹.

O Relatório daquela Audiência foi publicado em outubro do mesmo ano, e muitos respondentes apoiaram a vedação à internalização. Ali, a CVM 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.¹².

Após o supracitado caso do “*client facilitation*”, 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 intencionais¹³. 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 cautelosa, a SMI optou por aguardar as análises da BSM, com receio de que qualquer alteração pudesse aumentar os danos gerados pela tal infração.

Após acompanhar o desenvolvimento dos fatos, a SMI solicitou que a B3 apresentasse proposta de nova regulação para o uso dos negócios diretos intencionais, a qual foi atendida posteriormente.¹⁴ Além disso, a B3 também propôs

¹¹ 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?”

¹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, p. 13.

¹³ 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.

¹⁴ 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.



a introdução da Oferta RLP, analisada pela SMI e encaminhada ao Colegiado para deliberação.¹⁵

Sendo assim, em 21/05/2019, o Colegiado da CVM¹⁶ 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 deliberações¹⁷ 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.¹⁸ Apesar da entidade administradora reforçar os argumentos expostos¹⁹, a SMI mantinha seu posicionamento de que tal prática configuraria um conflito de interesses. O tema foi então levado ao Colegiado.

¹⁵ 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.

¹⁶ Reunião do Colegiado Nº 18/2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html

¹⁷ Regras aprovadas pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 21/05/2019 e 28/05/2019.

¹⁸ 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 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.

¹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 20/2019-CVM/SMI, p. 2.



Na Reunião do Colegiado de 28/05/2019.²⁰ tal possibilidade foi votada e aprovada. Assim, no âmbito do período experimental das Ofertas RLP nos minicontatos 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.²¹

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 461/07, 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 461/07, 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 ocorrido no “*client facilitation*”) e tornou mais fácil a supervisão das operações internalizadas. Diante de resultados aceitáveis durante a fase experimental, a SMI sugeriu a aprovação da proposta da B3 para converter em permanente o que existia em caráter provisório.²²

²⁰Reunião do Colegiado Nº 19/2019. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1.html

²¹ 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.

²² 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 minicontatos 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.



A despeito dessa sinalização, em agosto de 2020, o Colegiado da CVM²³ 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 Parecer²⁴ 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 Pública²⁵.

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.²⁶. 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 consequentemente a existência de opções para os investidores.

O Parecer, por fim (p.5), 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.

Ao final do ano de 2020, houve uma nova proposta para expansão do programa experimental, após atendimento da B3 de solicitação da CVM nesse sentido²⁷, 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.

²³ Decisão do colegiado CVM Nº 28/2020. Disponível em: (https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200804_R1/20200408_D1410.html).

²⁴ Parecer SEI Nº 13804/2020/ME. Divulgado em: 25/08/2020.

²⁵ Parecer SEI Nº 13804/2020/ME, pág. 2.

²⁶ No documento buscou-se neutralizar os dois argumentos apresentados pela CVM na época da Audiência Pública de 2007.

²⁷ 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).



Em Reunião²⁸ do dia 15/12/2020, o Colegiado da CVM, por maioria²⁹, 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 spread³⁰), 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 B3³¹ 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.³² O Colegiado da 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 31/01/2022.³³

²⁸ Decisão do colegiado CVM Nº 47/2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D1410.html.

²⁹ 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.

³⁰ Um grupo onde o RLP poderia ser aplicado apenas na hipótese de spread aberto, ou seja, maior que um *tick-size*, e outro grupo onde o spread poderia ser aberto ou fechado, ou seja, maior ou igual a um *tick-size*, o mínimo.

³¹ 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.

³² *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.

³³ Reunião do Colegiado Nº 49/2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1.html.



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.³⁴

Apenas em junho de 2022 foi publicado pela CVM o Relatório da Audiência Pública SDM 09/2019, o qual resultou na Resolução CVM 135/22. 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).³⁵ 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.³⁶

Em 31/01/2023 foi publicada uma nota pública³⁷ 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.

Em 30/01/2024 a CVM pautou o tema em nova reunião de Colegiado³⁸, com o objetivo de tomar decisão pautada em avaliação do programa de RLP consubstanciada pela área técnica (SMI) via Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI³⁹.

Com relação aos principais pontos da área técnica, podemos chamar a atenção para:

- Os intermediários foram capazes de obter receitas expressivas com o produto sem que impactos nocivos à liquidez no livro de ofertas tenham sido

³⁴ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 014/2022-PRE.

³⁵ Muito embora tenha havido uma série de manifestações pró-internalização, houve também manifestações contrárias. Por exemplo, as gestoras Absoluto 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.

³⁶ 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.

³⁷ 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.

³⁸ Ver: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240130_R1/20240130_D1410.html.

³⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI.



assinalados. A despeito disso, os investidores de varejo tenderam a utilizar o RLP em operações de “*day-trade*”, com resultados majoritariamente negativos (o que pode ser atribuído às características inatas da estratégia “*day-trade*”).

- Baixa adesão do RLP no produto “ações à vista *spread* aberto”, ainda que com melhoria de preços em totalidade dos negócios. Parte da baixa adesão explica-se pelo reduzido tempo de abertura de *spread* em algumas ações, em especial as *large caps* mais líquidas.
- Verificou-se então que os maiores incentivos para o uso do RLP no mercado à vista de ações estão no grupo de ações com *spread* aberto ou fechado e alta simetria de fluxo, o que permite captura de *spread* com baixo risco de estoque.
- Spreads de dois *tick-sizes* são indesejáveis no contexto de melhoria de ao menos um *tick* (pois é mais fácil perder um *tick* em cada ponta da operação de internalização), gerando incentivos para operar apenas spreads maiores ou fechados.
- Poucas corretoras atrelaram corretagem zero ao produto especificamente.
- Houve problemas identificados na auditoria dos processos de “*opt-in/out*” oferecido aos clientes do RLP.

Com o pedido de vistas ali solicitado, apenas na Reunião do Colegiado nº 27, de 13/08/2024⁴⁰, é que se decidiu pela transformação do mecanismo em definitivo para derivativos de minicontrato de dólar e Ibovespa. Decidiu-se ainda manter o cap de volume em 15% para todos os produtos, eliminar a distinção entre grupos de *spread* no mercado à vista de ações, bem como prorrogar em mais 18 meses o caráter experimental do RLP neste mercado.

A Tabela II.2.2.1 abaixo oferece um resumo da discussão conduzida nesta seção, na forma de linha do tempo:

Tabela II.2.2.1: Resumo dos eventos referentes à discussão regulatória de internalização de ordens e das Ofertas RLP no âmbito da CVM

Data	Evento	Assunto
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 31/08/2016 ^a	“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.

⁴⁰ Ver: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240813_R1.html.



Data	Evento	Assunto
15/08/2016	O grupo XP Investimentos, atuando com o mecanismo “client-facilitation”, 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 “client-facilitation” 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. Os valores orbitaram R\$ 4 milhões.
13/12/2018	PAD BSM 12/2016 foi julgado pela Turma do Conselho de Supervisão da BSM.	A Turma do Conselho de Supervisão da BSM, em sessão de julgamento realizada em 13.12.2018, aplicou ao DRM multa de R\$ 500 mil e à Corretora multa no valor de 1,5 vez o ganho decorrente das operações em que houve materialização do conflito de interesses, que totalizou R\$ 35,7 milhões. 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 “retail liquidity provider” (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 “retail liquidity provider” (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 tick size. 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.
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.



Data	Evento	Assunto
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 28/2020 CVM	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.
23/09/2020	Termo de Encerramento - Processo Administrativo BSM nº 12/2016	Defendentes comprovaram o cumprimento das penalidades impostas e o resarcimento dos clientes identificados. Dessa maneira, houve o encerramento do processo administrativo em referência.
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.
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.



Data	Evento	Assunto
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 Colegiado 49/2021 do	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-VP/C 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.
30/01/2024	Reunião Colegiado 4/2024 do nº	Apreciação de avaliação consubstanciada no Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, sem decisão após pedido de vistas.
13/08/2024	Reunião Colegiado 27/2024 do nº	Decisão acerca do RLP, tornando por maioria o mecanismo definitivo para minicontratos de dólar e Ibovespa. Além disso, decidiu-se pela: i) manutenção do “cap” de 15% de volume para todos os ativos; ii) unificação das regras referentes aos grupos de spread aberto ou fechado no RLP com ações à vista, ainda no caráter experimental, por mais 18 meses; iii) encerramento da entrega da declaração de cumprimento das regras das ofertas RLP no caso dos minicontratos; iv) manutenção das margens mínimas nos minicontratos; v) inclusão de novos disclosures de alerta referentes aos riscos do uso de operações <i>day-trade</i> e possíveis conflitos de interesse no RLP, conforme linguagem aprovada pela SMI.

Fonte: Elaboração própria, com base na bibliografia.



II.3. Problema regulatório

II.3.1 – 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 mobiliários⁴¹, 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 direcionador de ordens, num contexto de obtenção da melhor execução ao cliente.⁴².

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:

⁴¹ No contexto internacional um “*broker-dealer*”, ou no contexto brasileiro, uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

⁴² 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. A situação na qual um intermediário roteia ordens de seus clientes para um ambiente com ausência de livre acesso, mesmo administrado ou detido por seu grupo econômico, não necessariamente pode ser considerada uma modalidade de internalização. A mera administração de ambiente de negociação alternativo não necessariamente consiste em internalização. Entretanto, é comum que haja uma sobreposição entre administração ou controle de capital de ambiente alternativo de negociação e a participação do intermediário ou seu grupo econômico nas negociações, interpondo-se entre as ofertas geradas pelas ordens de seus clientes, caracterizando internalização propriamente dita.



- Internalização de ordens não necessariamente equivale a negociações sem transparência pré-negociação ou “opacas” (“*dark-trading*”). Ou seja, existe “*dark-trading*” não internalizado.⁴³.
- 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*”).⁴⁴

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 no caso brasileiro atual do “RLP” no ambiente da B3) que haja internalização de ordens num mercado organizado de bolsa, 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 e ambiente 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.

⁴³ 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*.

⁴⁴ 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; PUTNINŠ, 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.



II.3.2 – 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, tendo em vista a mitigação do problema de seleção adversa.

Conforme literatura clássica⁴⁵, 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 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, no cenário de agentes heterogêneos, há uma maior abertura de “*spread*” em relação a uma situação em que há menor probabilidade esperada de encontrar uma contraparte melhor informada.⁴⁶.

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.⁴⁷ Em decorrência

⁴⁵ 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.

⁴⁶ CHARLES SCHWAB CORPORATION, Schwab Whitepaper: U.S. Equity Market Structure - Order Routing Practices, Considerations, and Opportunities, p. 7.

⁴⁷ 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.



disso, é mais provável que para esse grupo haja fluxo desbalanceado (“assimétrico”) numa janela de tempo qualquer.

Sendo assim, nota-se que **na ausência de regulamentação contrária**, do ponto de vista de um terceiro perfil, a ser designado de “provedor de liquidez” ou “dealer”, interessado em fornecer liquidez imediata e capturar continuamente o *spread* através de uma grande quantidade de negociações (estratégia de alto giro do ativo e baixa margem de lucro), sem assumir posições direcionais (estoque) ao longo do tempo⁴⁸, é teoricamente vantajoso mitigar o risco de seleção adversa através da segmentação de determinados perfis de ordens, negociando apenas contra aquelas do perfil “não informado”⁴⁹, para as quais há menor chance de impacto negativo de preços⁵⁰.

Ou seja, ao invés de um ambiente único com um *spread* médio que reflete a diversidade de perfis e a seleção adversa, participantes focados em provisão de liquidez imediata preferem negociar em ambientes de negociação distintos, com segmentação de perfis e menor probabilidade de seleção adversa, onde em

⁴⁸ Nas contribuições recebidas via Tomada Pública de Subsídios, há menções ao papel dos High Frequency Traders ou “HFTs” nesse processo. Ver: BANCO BTG PACTUAL; LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS, Ref.: Edital de Tomada de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (Edital), p. 15. Assinala-se aqui que o importante para a nossa análise é o papel econômico exercido pelo perfil “não direcional e provedor de liquidez” - ele pode ou não vir a utilizar a tecnologia de alta velocidade, não sendo a mesma um determinante da lógica.

⁴⁹ Também é importante esclarecer que a segmentação conceitual entre investidores não informados e informados apenas tende a coincidir, na média, com a classificação “varejo” e “institucional”. Há referências bibliográficas que buscam mostrar que os investidores de varejo, ou seu fluxo agregado, detém capacidade informacional não desprezível, ainda que exista capacidade do lado dos internalizadores de especificar tal risco de seleção adversa. Ver: BOEHMER, Ekkehart *et al*, Tracking Retail Investor Activity, *The Journal of Finance*, v. 76, n. 5, p. 2249–2305, 2021, p. 38–39 e 58. Além disso, não buscamos aqui equivaler as classificações anteriores com as classificações regulatórias de investidor qualificado ou profissional (Resolução CVM 30). É possível que um investidor classificado pela regulação como “não qualificado”, “qualificado” ou “profissional” atue de maneira mais ou menos informada, a depender do caso específico, não invalidando a lógica econômica argumentada.

⁵⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 195–196. Impacto negativo de preços nas negociações pode levar à redução de lucratividade e acúmulo indesejado de estoques (posições líquidas compradas ou vendidas).



decorrência emerge um *spread* mais baixo para o perfil não informado⁵¹. Na literatura especializada, esse comportamento é chamado de “*cream skimming*”⁵².

No entanto, como possível efeito colateral, há de se notar a emergência de uma externalidade negativa: o consequente esvaziamento de liquidez dos ambientes onde há prevalência do perfil “institucional”, os quais passam a refletir *spreads* mais altos, proporcionais a elevação da seleção adversa ali presente⁵³.

Assim, ordens de investidores menos informados (normalmente de investidores de varejo) que competiriam para encontrar o melhor cruzamento em todos os ambientes possíveis, acabariam “isoladas” nos ambientes de internalização, dependendo dos preços formados nos ambientes sem segmentação, com a diferença que estes agora passam a ser quase exclusivamente frequentados pelo perfil mais informado, ou “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,

⁵¹ 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 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* obtidível 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 e acúmulo de estoque). Com o esvaziamento de fluxo do ambiente “institucional”, o *spread* final hipotético nesse último seria então de 10.00 - 10.06, acima do inicial.

⁵² 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.

⁵³ 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. eufrm.12430, 2023, p. 19.



no sentido de que se tornam reduzidas a lucratividade e em consequência os incentivos para analisar profundamente os ativos e precificá-los corretamente.⁵⁴.

Vale a pena notar neste ponto da argumentação que um instrumento amplamente pleiteado e utilizado pelos internalizadores em sua busca por fluxo não-direcional e de baixa seleção adversa é o pagamento por fluxo de ordens, ou “*payment for order flow*” (PFOF). Ou seja, alguns participantes, buscando melhorar o perfil de fluxo à sua disposição, encontram-se dispostos a pagar pelo roteamento de ordens oriundas de outros intermediários, situação que pode ensejar celeumas de conflito de interesse e de melhor execução ao investidor final.

Existe uma literatura empírica comprehensiva acerca da mensuração dos impactos da seleção adversa, bem como dos efeitos da estratégia de segmentação de perfis de negociação. Tal literatura abarca tanto análises de reguladores 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 mais ampla de negociações sem transparência pré-negociação (“*dark trading*”) ou PFOF. Segue adiante comentários acerca de vinte trabalhos de relevância, sem a pretensão de sermos extensivos.

⁵⁴ COMERTON-FORDE, Carole; PUTNINŠ, 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 que postulam que a segmentação de ordens pode atuar justamente no sentido contrário, de auxiliar a qualidade da formação de preços, partindo da lógica que investidores que negociam de forma menos informada (“noise traders”) não participam mais diretamente da formação dos preços de referência, eliminando o seu “ruído” e deixando apenas ofertas oriundas de análise profissionalizada. 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 II.3.2.1 – Comparativo em ordem cronológica de literatura relacionada a análise do problema regulatório de seleção adversa, no contexto de internalização de ordens e negociações sem transparência pré-negociação (“dark trading”)

Item	#1/21 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012) ⁵⁵	# 2/21 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014). ⁵⁶	# 3/21 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) ⁵⁷	# 4/21 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015) ⁵⁸
Objetivos	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).	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).	A IIROC conduziu uma avaliação de impacto regulatório 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).
Metodologia	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, com variáveis independentes contendo efeitos fixos, variáveis de controle, variável de controle para 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. ⁵⁹ (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).	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).	1- Estudo estatístico de eventos (pré x pós evento) e regressão linear de duas etapas (p.20).

⁵⁵ RHODRI G. PREECE, Dark pools, internalization, and equity market quality, **Position Paper**, p. 86, 2012. Estudo clássico comissionado pelo CFA Institute.

⁵⁶ SEAN FOLEY; TĀLIS J. PUTNINŠ, 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; PUTNINŠ, Should we be afraid of the dark?

⁵⁷ COMERTON-FORDE; PUTNINŠ, Dark trading and price discovery.

⁵⁸ DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments.

⁵⁹ 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; PUTNINŠ, Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?”, p. 23.



Item	#1/21 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012). ⁵⁵	# 2/21 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014). ⁵⁶	# 3/21 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) ⁵⁷	# 4/21 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015). ⁵⁸
Dados utilizados	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 além de dados públicos de cotações que compuseram os índices australianos (ASX 200) e canadenses (TSX Composite) numa janela entre 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 negociação no grupo australiano ASX, para ações large cap entre 2008-2011 (p.74).	Dados de ordens e negociações enviados diretamente ao autorregulador por feed dedicado (p.11).
Métricas analisadas	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 - 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.	1 – Profundidade de livro 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 à qualidade de execução (p.5).



Item	#1/21 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012). ⁵⁵	# 2/21 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014). ⁵⁶	# 3/21 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) ⁵⁷	# 4/21 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015). ⁵⁸
Conclusões	<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>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.⁶⁰, 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 após as restrições ao dark, mensurada pela razão entre ordens submetidas e volume negociado ou profundidade visível e volume negociado.</p> <p>No Canadá, com a redução do dark trading, os spreads cotados e efetivos nos mercados visíveis teriam subido, de maneira contrária a previsão teórica, ainda que ajustados por variáveis de controle (inclusive de mercados pares), denotando alta da seleção adversa. Na Austrália, a relação teria sido conforme teorizada.</p> <p>Por fim, o percentual de negócios ao redor do midquote possuiria correlação positiva com o aumento dos spreads (p.4, p.28-29, p.33-35 e p.38).</p> <p>4 – Os resultados de piora nos spreads teriam sido mais</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 – O aumento do dark trading levaria a um aumento de spreads em mercados visíveis, consistente com a hipótese de que participantes informados deixariam o mercado visível – o que poderia inclusive reduzir a eficiência informacional do mercado visível (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>	<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 – 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 – 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>

⁶⁰ 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; PUTNINŠ, Should we be afraid of the dark?, p. 4-5.



Item	#1/21 “Dark pools, internalization, and equity market quality” (Academia, EUA – 2012). ⁵⁵	# 2/21 “Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?” (Academia, Austrália – 2014). ⁵⁶	# 3/21 “Dark trading and price discovery” (Academia – 2015) ⁵⁷	# 4/21 “Impact of the Dark Rule Amendments” (Autorregulação, Canadá – 2015). ⁵⁸
Conclusões (cont.)		evidentes nas ações em que o spread passou mais tempo constrangido (igual a um tick-size), forçando melhoria de preço ao midpoint (p.39-40).		



Item	# 5/21 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia, Holanda – 2015) ⁶¹	# 6/21 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador, Reino Unido – 2017) ⁶²	# 7/21 “Shades of darkness: A pecking order of trading venues” (Academia - Internacional – 2017) ⁶³	# 8/21 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) ⁶⁴
Objetivos	<p>O estudo 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 (p. 5).</p>	<p>1 - O objetivo principal do estudo é caracterizar a fragmentação dinâmica entre ambientes de negociação visíveis (“lit”) e opacos (“dark”) através da hipótese da hierarquia de execução (Pecking Order Hypothesis – POH) (p.3).</p> <p>É proposta e testada a hipótese de que, ao executarem suas ordens, os investidores escolhem entre ambientes de negociação visíveis e opacos com base nos custos associados (bid-ask spread, impacto no preço, vazamento de informações) e na necessidade de execução imediata, seguindo uma lógica de priorização hierárquica. No topo da hierarquia encontram-se os locais de baixo custo e baixa urgência, enquanto na base encontram-se os locais de alto custo e alta urgência (p.3-4).</p> <p>2 - Além disso, é investigada a relação entre a participação relativa dos ambientes de negociação e as condições endógenas de mercado (como spread, profundidade, volume e volatilidade), nos minutos seguintes após choques nas variáveis (p.34).</p> <p>3 - Também se examina como tais ambientes de negociação reagem a choques de volatilidade, divulgações de dados macroeconômicos e surpresas nos lucros, segregando os efeitos em ações de grande, médio e pequeno porte (p.20).</p>	<p>Analizar 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 constitui cerca de 8% do volume financeiro total quando da elaboração do estudo (p.1-2).</p>

⁶¹ 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.

⁶² AQUILINA *et al*, Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading.

⁶³ MENKVELD, Albert J.; YUESHEN, Bart Zhou; ZHU, Haoxiang, Shades of darkness: A pecking order of trading venues, *Journal of Financial Economics*, v. 124, n. 3, p. 503–534, 2017.

⁶⁴ CHIOH, Wenn Sheng *et al*, Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market.



Item	# 5/21 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia, Holanda – 2015) ⁶¹	# 6/21 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador, Reino Unido – 2017) ⁶²	# 7/21 “Shades of darkness: A pecking order of trading venues” (Academia - Internacional – 2017) ⁶³	# 8/21 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) ⁶⁴
Metodologia	<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 e 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 - Foi utilizado um modelo de vetores auto-regressivos em painel com variáveis exógenas (VARX) para caracterizar a interação dinâmica entre os volumes negociados em dark pools, as condições endógenas do mercado e os choques exógenos (p.5).</p> <p>2 - Os autores utilizam três variáveis exógenas como proxies para os choques de demanda dos investidores por negociações urgentes: elevações no índice de volatilidade VIX (p.23), divulgações de dados macroeconômicos (p.27) e surpresas nos lucros (p.30).</p> <p>3 - Além disso, para realizar as simulações desses choques exógenos, Funções de Resposta ao Impulso (IRFs) são calculadas para resumir as informações no sistema dinâmico. As IRFs revelam como os choques são transmitidos entre as variáveis e por quanto tempo eles persistem. Os limites de confiança de 95% da IRF são estabelecidos por meio de simulações (p.20).</p> <p>4 - Por fim, na análise de subamostras, o modelo VARX é executado separadamente para ações grandes, médias e pequenas, com o objetivo de examinar a heterogeneidade entre os grupos de capitalização de mercado (p.5).</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 efeitos fixos para o tempo (<i>t</i>) e ações individuais (<i>i</i>). Para garantir a consistência dos resultados, foram realizadas 4 regressões com diferentes mensurações para a variável dependente de 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 regressões, 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 opaca na liquidez visível (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 livro de ordens limite central (p.7).</p>



Item	# 5/21 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia, Holanda – 2015) ⁶¹	# 6/21 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador, Reino Unido – 2017) ⁶²	# 7/21 “Shades of darkness: A pecking order of trading venues” (Academia – Internacional – 2017) ⁶³	# 8/21 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) ⁶⁴
Dados utilizados	<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). Dados referentes a negociação opaca não possuem a informação de local de negociação nem de profundidade (p.1593).</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>O conjunto de dados distingue cinco tipos de ambientes de negociação: dois tipos de dark pools, chamados DarkMid e DarkNMid, e três tipos de internalização por broker dealers, focados em negociações de varejo, negociações com preço médio e outras negociações, respectivamente (p.4-5).</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>



Item	# 5/21 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia, Holanda – 2015). ⁶¹	# 6/21 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador, Reino Unido – 2017). ⁶²	# 7/21 “Shades of darkness: A pecking order of trading venues” (Academia – Internacional – 2017). ⁶³	# 8/21 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019). ⁶⁴
Métricas analisadas	<p>1 – Profundidade de livro, parametrizada por distância do <i>midpoint</i> (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 - Volume de Negociações, opaco e “Lit” (p.13).</p> <p>2 - Variáveis de Condição de Mercado: variáveis utilizadas para caracterizar as condições de mercado no ambiente transparente (“lit”) da Nasdaq. Essas métricas incluem medidas de liquidez, como o bid-ask spread e a profundidade de livro (p.13).</p> <p>3 - Atividade de negociação de alta frequência (HFT), como volume negociado e profundidade de livro ocupada (p.13).</p> <p>4 - Condições Gerais do Mercado: o estudo utiliza o volume total de negociações, a variância do retorno realizado e o índice de variância para caracterizar as condições gerais do mercado (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>
Conclusões	<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 elevação nos níveis de negociação opaca seria fator de elevação nas métricas de impacto de preço, denotando maior seleção adversa nos mercados visíveis (p.1611).</p> <p>O paper ainda fornece evidências em favor da conclusão de que a negociação opaca que provocaria os efeitos negativos sobre a liquidez seria a de <i>grandes lotes</i> (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</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 - O estudo oferece suporte empírico à Pecking Order Hypothesis, com evidências de que após choques de urgência a participação de mercado dos diferentes locais de negociação se ajusta de forma previsível, com preferência para os mercados “lit”, de custo mais alto e maior certeza de execução imediata.</p> <p>Especificamente, as variações proporcionais nas plataformas de negociação após esses choques tornam-se progressivamente mais positivas (ou menos negativas) à medida que se desce na hierarquia. (p.5)</p> <p>2 - Os resultados das três variáveis exógenas como proxies para choques na demanda dos investidores por urgência foram:</p> <p>i) Choques de volatilidade: após um aumento de 0,01% no VIX, as variações proporcionais na participação dos locais de negociação nos mercados Lit, DarkNMid e DarkMid são, respectivamente, positivas, levemente negativas e as mais negativas, ou seja, há uma demanda por urgência e negociação no “lit” com aumento da volatilidade (p.23).</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. Entretanto, os spreads cotados seriam prejudicados pelo aumento do volume de negociação opaca (p.8-9 e p.13).</p> <p>2 - As ações com capitalização de mercado menor experimentam, em média, maiores aumentos 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 o qual aumenta significativamente (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, ajustando limites com base no perfil de liquidez ou capitalização de mercado de ações individuais e</p>



Item	# 5/21 “The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality” (Academia, Holanda – 2015) ⁶¹	# 6/21 “Aggregate market quality implications of dark trading” (Regulador, Reino Unido – 2017) ⁶²	# 7/21 “Shades of darkness: A pecking order of trading venues” (Academia - Internacional – 2017) ⁶³	# 8/21 “Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market” (Regulador – Singapura – 2019) ⁶⁴
Conclusões (cont.)	<p>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>ii) Divulgações de Dados Macroeconômicos: após a divulgação de dados macroeconômicos, as variações proporcionais nas participações de mercado dos diferentes locais seguem a hierarquia teórica de preferências (p. 27).</p> <p>iii) - Surpresa nos Lucros: um aumento de 1% na surpresa dos lucros reduz significativamente a participação de DarkMid em cerca de 20%, em média, ao longo do dia. Um padrão de menor magnitude é observado para DarkNMid, enquanto a participação do mercado “lit” apresenta aumentos gerais (p.30).</p> <p>3 - Um achado significativo é a heterogeneidade da hipótese entre diferentes grupos de ações, de acordo com sua capitalização de mercado.</p>	<p>implementando 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> <p>Em geral, para ações de médio e pequeno porte, DarkMid e DarkNMid geralmente ganham participação de mercado após condições mais hostis de baixa liquidez, como um spread elevado no mercado visível, baixa profundidade no mercado visível, baixo volume total e alta variância dos retornos (p.30).</p> <p>Para ações de grande porte, DarkMid e DarkNMid geralmente ganham participação de mercado após condições de mercado mais brandas, como, como um spread baixo no mercado visível, alto volume no mercado visível, alto volume total e baixa variância dos retornos (p.35).</p>



Item	# 9/21 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁵	#10/20 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁶	# 11/21 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia. ⁶⁷ , Brasil – 2021). ⁶⁸	# 12/21 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021). ⁶⁹
Objetivos	<p>O estudo busca responder três perguntas:</p> <p>1 – Quais os determinantes na escolha dos investidores entre dealers e bolsas?</p> <p>2 – Quais os determinantes dos custos para negociação em dealers?</p> <p>3 – Qual o perfil informacional que busca cada tipo de ambiente?</p> <p>Nas duas primeiras perguntas, apenas dados de negociações de baixo valor financeiro foram analisadas, ao passo que negociações de maior valor financeiro 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 menores. (p. 4, p.16, p.18, p.20-21, p.24).</p>	<p>O estudo 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).</p>	<p>O estudo tem como objetivos:</p> <p>1 - Descrever os acontecimentos que culminaram na autorização do regulador para que o paradigma de livro de negociação centralizado fosse alterado</p> <p>2 - 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).</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>

⁶⁵ ARAMIAN; NORDÉN, Costs and benefits of trading with stock dealers.

⁶⁶ ARAMIAN, Fatemeh; NORDÉN, Lars L., High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms, **SSRN Electronic Journal**, 2020.

⁶⁷ Vale o *disclaimer* de que o estudo foi comissionado pela empresa Bolsa Brasil Balcão S.A, administradora de mercado organizado registrada na CVM.

⁶⁸ GENARO; SAFFI, Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil.

⁶⁹ HASBROUCK, Joel, Price Discovery in High Resolution, **Journal of Financial Econometrics**, v. 19, n. 3, p. 395–430, 2021.



Item	# 9/21 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁵	#10/20 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁶	# 11/21 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia. ⁶⁷ , Brasil – 2021). ⁶⁸	# 12/21 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021). ⁶⁹
Metodologia	<p>1 – Análise descritiva dos dados</p> <p>2 – Regressão probit 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 dummys de restrição de tick-size e restrição do ativo pelo antigo 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 nos 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 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 dummys de data, de ativo sujeito ao RLP (para comparação com os contratos padrão) e variável de controle (p.35-36).</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>
Dados utilizados	<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 do horário de funcionamento da bolsa sueca. Os autores criam uma “fita consolidada” e compararam 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>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>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	# 9/21 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁵	#10/20 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁶	# 11/21 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia. ⁶⁷ Brasil – 2021). ⁶⁸	# 12/21 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021). ⁶⁹
Métricas analisadas	<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 direcional muda de sinal; ii) proporção do estoque final sobre o volume negociado no dia; iii) proporção da posição direcional 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 - 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 de livro (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>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 <i>mais</i> inovações de preço, não os “melhores” (segundo algum critério).⁷⁰</p>
Conclusões	<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>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</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 – Houve correlação do XP Facilitation e do RLP com melhoria das métricas de liquidez dos minicontratos de dólar e Ibovespa (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 – Resultados para o modelo sem efeitos fixos são parecidos para o período pós RLP, porém com uma relação mais côncava e com spreads menores aos investidores de varejo no caso do minicontrato de dólar (p.28-29 e p.32).</p> <p>4 – No modelo de diferença-entre-diferenças, para o minicontrato de dólar, não houve efeitos do</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>

⁷⁰ 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	# 9/21 “Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁵	#10/20 “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms” (Academia – Suécia – 2021). ⁶⁶	# 11/21 “Internalizando a internalização de ordens” (Academia. ⁶⁷ Brasil – 2021). ⁶⁸	# 12/21 “Price discovery in high resolution” (Academia, EUA, 2021). ⁶⁹
Conclusões (cont.)	de maior valor são mais frequentes nos SI, possuem melhoria de preço e menor impacto de preço do que contrapartes em bolsa (p.5).		RLP sobre os spreads, queda de até 20% da profundidade de livro em primeiro nível e algum efeito positivo sobre outras variáveis de qualidade de mercado.	
			No caso dos minicontratos de índice, os resultados são semelhantes, a despeito de uma queda economicamente irrelevante nos spreads (p.36).	
			5 – Experimento placebo indicou resultados parecidos com os obtidos acima (p.44).	
			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).	



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA - 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA - 2022) ⁷⁴
Objetivos	<p>1 - O estudo apresenta uma métrica para identificar o fluxo de ordens agressoras de varejo, como uma alternativa às métricas existentes. Ela se baseia no fato de que o fluxo de ordens de varejo pode receber melhorias de preço em pequenas frações de centavo por ação devido a restrições regulatórias nos EUA, enquanto o fluxo de ordens institucionais geralmente não pode (p.3-4).</p> <p>2 - Além disso, é investigado a relação entre o fluxo de ordens de agressoras de varejo e notícias públicas, com foco em surpresas no nível da empresa. (p.5)</p> <p>3 - O estudo também se propõe a investigar se as ordens de varejo agressoras identificadas podem prever a distribuição futura dos retornos das ações (p.6).</p> <p>4 - Por fim, é também analisado se a previsibilidade do fluxo de ordens de varejo agressor decorre da persistência de um desequilíbrio entre ordens agressoras e oferta de liquidez ou se está associada ao trading informado (p.6).</p>	<p>1 - Primeiramente, busca-se entender quais fatores influenciam o roteamento de ordens para os <i>dark pools</i> ou para os internalizadores de balcão (“<i>wholesalers</i>”), analisando condições gerais de mercado, como preço, volume, volatilidade e características específicas do livro de ordens (p.1-2).</p> <p>2 - Em segundo lugar, o estudo avalia se o <i>dark trading</i> impacta a qualidade do mercado, examinando se a fragmentação causada por essas negociações tem efeitos prejudiciais, como spreads mais amplos ou maior volatilidade (p.1).</p> <p>3 - Além disso, o estudo utiliza dados de dois períodos distintos (2009 e 2020) para analisar como o <i>dark trading</i> evoluiu ao longo do tempo e qual seu papel em momentos de estresse no mercado (p. 2).</p>	<p>1 - O objetivo do estudo é determinar se a internalização do fluxo de ordens de varejo por atacadistas se explica por negociações informadas (investidores de varejo com informações privadas) ou por um mecanismo de provisão de liquidez, em que esse fluxo é utilizado para suprir a demanda de investidores institucionais (investidores de varejo fornecendo liquidez a institucionais) (p. 1).</p> <p>2 - O estudo propõe que os atacadistas internalizam um fluxo de ordens de varejo mais desequilibrado em períodos de maior demanda institucional, o que sugere uma correlação negativa entre os desequilíbrios no fluxo de ordens de varejo e o fluxo de ordens institucionais (p.12-13)</p> <p>3 - Adicionalmente, é investigado como os desequilíbrios no fluxo de ordens de varejo, medidos pelo desequilíbrio no fluxo de ordens agressoras de varejo, afetam os retornos intradiários e futuros. (p.16). Além disso, o estudo busca investigar a previsibilidade dos retornos futuros com base nos desequilíbrios no fluxo de ordens de varejo. (p.32)</p> <p>4 - Por fim, o estudo utiliza o programa U.S. Tick Size Pilot (TSP) como um choque exógeno para analisar como as mudanças no tamanho do tick afetam a internalização do fluxo de ordens de varejo. (p.19)</p>	<p>Consiste numa Análise de Impacto Regulatório da SEC para a 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 irrestrita ao investidor de varejo estadunidense, versus cenário prospectivo (p.1).</p>

⁷¹ BOEHMER *et al*, Tracking Retail Investor Activity.

⁷² BUTI, Sabrina; RINDI, Barbara; WERNER, Ingrid M., Diving into dark pools, *Financial Management*, v. 51, n. 4, p. 961–994, 2022.

⁷³ BARARDEHI, Yahsar *et al*, Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?

⁷⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule).



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA - 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA - 2022) ⁷⁴
Metodologia	<p>1 - Baseando-se na distinção regulatória dos EUA, que permite melhorias de preço abaixo do “tick-size”, usualmente para o varejo, identifica-se transações de varejo agressoras. A precisão da abordagem é validada utilizando dados de trilha de auditoria da NASDAQ TRF (p.5).</p> <p>2 - São calculadas medidas de desequilíbrio de ordens com base no volume de ações e no número de negociações, respectivamente. Inclui também medidas de desequilíbrio de ordens de lotes fracionados (p.15-16).</p> <p>3 - Regressões de Fama-MacBeth são utilizadas para prever os retornos futuros das ações com base em desequilíbrios de ordens de varejo agressoras passadas (p.21). As variáveis de controle são os retornos passados, o logaritmo da capitalização de mercado, o logaritmo do índice book-to-market, turnover e a volatilidade dos retornos diários. (p.22)</p> <p>4 - O desequilíbrio de ordens agressoras de varejo é decomposto em duas etapas. Na primeira, a variável dependente é analisada em relação à persistência do fluxo de ordens, negociação contrária e informações residuais (p.33-34). Na segunda etapa, os três componentes do desequilíbrio são inseridos em uma regressão Fama-MacBeth para avaliar a contribuição de cada um para os retornos futuros das ações (p.35).</p> <p>5 - O estudo também analisa como o sentimento das notícias públicas se relaciona com as ordens de agressivas de investidores de varejo. Utilizando dados da Thomson Reuters News Analytics (TRNA) e regressões Fama-MacBeth, o estudo verifica se o sentimento passado prevê retornos futuros das ações.</p> <p>6 - A análise também examina a ligação entre o sentimento atual e o desequilíbrio dessas ordens no mesmo período. (p.43). Por fim, o estudo busca isolar o impacto das notícias públicas, comparando-o com outras</p>	<p>1 - O estudo utilizou regressões de IV/2SLS (Variáveis Instrumentais/Mínimos Quadrados em Dois Estágios) para analisar os fatores que influenciam o roteamento de ordens para diferentes locais de negociação. A variável dependente é a participação de mercado de um ambiente de negociação. As variáveis independentes são as características do livro de ordens (spread cotado e profundidade de livro), e são utilizadas variáveis de controle que refletem as condições momentâneas de mercado (preço, volatilidade e volume). (p.10-11)</p> <p>2 - Além disso, o estudo emprega regressões de painel IV/2SLS para avaliar o impacto do dark trading sobre a qualidade do mercado. Como variáveis dependentes temos spreads cotados, spreads efetivos e volatilidade de curto prazo. Como variáveis independentes principais, o modelo considera as participações de mercado de diferentes formas de negociação, dark pools (ATS), internalização por intermediários (non-ATS) e a competição de mercados lit, instrumentadas para lidar com problemas de endogeneidade. Adicionalmente, são incluídas variáveis de controle, como os logaritmos de preço, do volume e da volatilidade (esta última distinta da volatilidade de curto prazo usada como variável dependente) (p.17).</p> <p>3 - Por fim, para examinar o papel do dark trading durante períodos de estresse de mercado, os autores estimaram regressões OLS (Mínimos Quadrados Ordinários). Nessas análises, o <i>market share</i> dos ambientes de negociação foram estabelecidos como as variáveis dependentes. As variáveis independentes principais, por sua vez, foram indicadores de estresse, que incluem os primeiros seis meses do</p>	<p>1 - O estudo baseou-se na metodologia de Boehmer et al. (2021) para construir uma das variáveis principais de interesse, o desequilíbrio do fluxo de ordens de varejo internalizado, que é uma medida diária e normalizada de ordens off-exchange com melhoria de preço, é calculada com base no volume de ações e no número de negociações, que foram então agregadas em janelas móveis de 5 dias para as análises semanais (p. 14-15).</p> <p>2 - Para estimar a previsibilidade dos retornos futuros, foi utilizada a regressão de Fama-MacBeth com erros padrão ajustados por Newey-West. Nesse modelo, os retornos semanais futuros (close-to-close, intraday e overnight) foram utilizados como variável dependente, enquanto a principal variável independente é o desequilíbrio do fluxo de ordens de varejo internalizado. A regressão também incluiu variáveis de controle padrão, como o retorno da semana anterior, a volatilidade, e os logaritmos naturais do turnover, capitalização de mercado e razão book-to-market (p. 16-17).</p> <p>3 - A metodologia de Diferença em Diferenças (DiD) foi usada para analisar o impacto causal das mudanças no tamanho do tick sobre a internalização das ordens de varejo, comparando ações de diferentes grupos de teste do programa Tick Size Pilot (p. 25-26). As estimativas foram obtidas por regressões OLS e em quantis (mediana), o que ajudou a lidar com a presença de outliers e com a heterogeneidade dos efeitos do tratamento (p. 26).</p> <p>4- Além disso, as regressões de Fama-MacBeth foram usadas para examinar a dinâmica entre os fluxos de ordens institucionais e de varejo, utilizando o desequilíbrio do fluxo de ordens institucional e do varejo como variáveis dependentes, que são explicadas por defasagens do próprio fluxo de ordens institucional (variável independente) (p. 33).</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>



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA - 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) ⁷⁴
Metodologia (cont.)	<p>informações contidas no desequilíbrio das ordens. (p.44)</p> <p>7 - Também é realizada a análise da rentabilidade de interação com o fluxo de ordens de varejo agressor sob a perspectiva de internalizadores, com foco na diferença entre o conteúdo informativo dessas ordens e o spread. Para avaliar essa rentabilidade, foram analisadas métricas como spreads efetivos proporcionais, impactos de preço de um minuto e spreads realizados, utilizando dados de 2015 (p.55-56).</p>	<p>ano/periodo identificado como de estresse, dias/semanas de baixos retornos, alta pressão vendedora e alta volatilidade. Adicionalmente, variáveis de controle, especificamente para o volume e para efeitos fixos por ação/trimestre, foram empregadas como variáveis independentes adicionais (p.22).</p>	<p>5- Em seguida, uma análise semelhante foi conduzida para investigar a causa da previsibilidade de retorno do fluxo de varejo internalizado de curto prazo. Nessa análise, a variável dependente é o fluxo de ordens institucional atual, que é explicado pelo desequilíbrio do fluxo de ordens de varejo internalizado defasado. O objetivo é estabelecer que a previsibilidade de retorno do desequilíbrio do fluxo de ordens de varejo internalizado é um fenômeno impulsionado pela liquidez institucional (p. 34).</p> <p>6 - Já para o longo prazo (até 60 semanas), a análise se baseia na formação de portfólios (decis) classificados pelo desequilíbrio do fluxo de ordens de varejo para observar seus retornos futuros, para verificar a existência de um prêmio de liquidez associado ao desequilíbrio do fluxo de ordens do varejo (p.35, 55).</p>	
Dados utilizados	<p>Os dados da fita de negociação da NASDAQ são combinados com os retornos das ações do CRSP (Center for Research in Security Prices) e dados contábeis do Compustat. O estudo inclui apenas ações ordinárias, excluindo principalmente ETFs, ADRs e REITs. Também são removidas ações de baixo preço, exigindo que o preço mínimo da ação seja de \$1 no final do mês anterior (p.8-9).</p> <p>A amostra abrange o período de 3 de janeiro de 2010 a 31 de dezembro de 2015, com uma média de cerca de 3.000 empresas por dia na amostra (p.9).</p> <p>Uma pequena amostra de dados proprietários da NASDAQ é utilizada para uma validação cruzada do algoritmo de identificação de transações de varejo agressor. A amostra da NASDAQ cobre todas as transações intradiárias em sua TRF para 117 ações em outubro de 2010. Essas 117 ações foram escolhidas de diferentes grupos de tamanho, mas geralmente são maiores que uma empresa típica dos dados da TAQ (p.17-18).</p> <p>Os dados de notícias da Thomson Reuters News</p>	<p>As estatísticas descritivas mostram uma visão geral das amostras de 2009 e 2020, incluindo informações sobre o tamanho das empresas, volume de negociação, preço das ações, volatilidade e medidas de qualidade do mercado, como spreads e profundidade do livro de ordens (p.8-9).</p> <p>Os dados de 2009 foram coletados por meio de uma pesquisa conduzida pela Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), que solicitou dados diários de volume de ações negociadas em <i>dark pools</i> de todos os seus membros que operavam esses mercados. A participação foi voluntária, e, ao final, a SIFMA obteve dados de 11 <i>dark pools</i>, resultando em uma amostra com uma seção transversal de 3.098 ações (p.2 e p.4).</p> <p>Além dos dados da SIFMA, o estudo utiliza informações públicas sobre negociações reportadas às Trade Reporting Facilities (TRFs), que incluem <i>dark pools</i> e negociações internalizadas em mercado de balcão.</p> <p>Como não havia uma fonte direta para o volume de negociações internalizadas em</p>	<p>A amostra abrange de janeiro de 2010 a dezembro de 2014, incluindo ações ordinárias listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ. A amostra exclui observações com preço de fechamento no final do mês anterior abaixo de \$1 dólar (p. 13).</p> <p>Informações diárias sobre preços de abertura e fechamento são obtidas do Arquivo Diário de Ações do CRSP. (p. 13).</p> <p>O estudo também utiliza dados do TAQ, para identificar transações fora de bolsa que apresentam preços de execução em frações de centavo. Essas transações são classificadas como ordens de compra ou venda no varejo com base nos incrementos em frações de centavo (p. 14).</p> <p>Além disso, são utilizados dados da consultoria Abel Noser (“ANcerño”), que fornecem informações detalhadas sobre negociações institucionais, como tamanho das operações, indicadores de compra e venda, preços de execução e identificadores das ações, abrangendo o período de 2010 a 2014. Essas informações são posteriormente agregadas,</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 pequeno valor), para o primeiro trimestre de 2022 (p.214). Além disso, a análise utilizou dados regulatórios da “Consolidated Audit Trail - CAT”, conforme “Rule 613”, esta mais abrangente (p.220-222).</p>



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA- 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) ⁷⁴
Dados utilizados (cont.)	<p>Analytics são usados para examinar a relação entre o fluxo de ordens de varejo agressor e as notícias públicas. Os dados de notícias estão disponíveis de janeiro de 2010 a dezembro de 2014 e incluem artigos de notícias, com a data e hora, tópicos de notícias e análises de sentimento. A amostra combinada consiste em 3.854.813 observações de ações por dia (p.43).</p> <p>Informações sobre negociações de lotes fracionados são reportadas na TRF e na fita consolidada a partir de dezembro de 2013 (p.14).</p>	<p>2009, os autores utilizaram um proxy, calculado pela diferença entre o volume das <i>dark pools</i> e o total reportado às TRFs para cada ação por dia. No entanto, essa medida, embora predominantemente represente negociações internalizadas, também abrange <i>dark pools</i> que não reportaram à SIFMA (p.2).</p> <p>Para 2020, dados da Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) foram utilizados, incluindo informações sobre volume negociado em Alternative Trading Systems (ATSs) e trades internalizados por market makers de balcão. Após a aplicação de filtros, a amostra de 2020 incluiu 2.902 ações, com dados semanais de volume de negociações (p.4).</p> <p>Além dos dados de <i>dark pools</i> e internalização, os autores utilizaram informações sobre tamanho e condições diárias de mercado do CRSP (Center for Research in Security Prices), incluindo capitalização de mercado, volume de ações, preço de fechamento e volatilidade.</p> <p>Para 2009, medidas diárias de qualidade de mercado foram calculadas a partir dos dados do DTAQ (Daily Trade and Quote). Para 2020, os autores utilizaram medidas diárias de qualidade de mercado do WRDS Intraday Indicators. Para compatibilizar os dados semanais da FINRA de 2020, as condições de mercado e as medidas de qualidade de mercado foram agregadas em painéis semanais. Para reduzir a influência de outliers, os autores aplicaram filtros adicionais (p.5).</p>	<p>permitindo a construção dos volumes institucionais de compra e de venda. (p. 14).</p> <p>Por fim, são utilizados dados da FINRA para obter informações de identificação sobre ações de controle e tratamento no U.S. Tick Size Pilot program (TSP) com foco nos Grupos de Teste 1 e 2 do programa. Para cada ação, são construídas observações diárias ao longo dos 10 dias de negociação anteriores à implementação do TSP, em 03/10/2016, bem como nos 10 dias de negociação após a implementação completa, em 17/10/2016 (p. 15).</p>	



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA- 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA – 2022) ⁷⁴
Métricas analisadas	<p>1 - O Desequilibrio de Ordens de Varejo Agressor é a medida principal utilizada para identificar a diferença entre a pressão de compra e venda de varejo, sendo calculado com base no volume das ações e no número de negociações realizadas iniciadas por um dos lados (p.15-16).</p> <p>2 - São calculadas duas versões de retornos semanais: uma pela composição dos retornos diários do CRSP com base nos preços de fechamento diários e outra pela composição dos retornos diários utilizando a média do preço do bid-ask no final do dia (p.20).</p> <p>3 - O sentimento das notícias públicas é medido por meio do score de sentimento líquido fornecido pelo Thomson Reuters News Analytics (TRNA), utilizado para avaliar o impacto das notícias públicas nos retornos das ações (p.43).</p> <p>4 - Já os spreads efetivos e realizados são usados para avaliar a rentabilidade dos internalizadores ao interagir com o fluxo de ordens de varejo agressor (p.56).</p>	<p>1 - Foram utilizados o spread cotado, a profundidade do livro (quantidade de ordens no melhor preço) e a participação de mercado, que indica a parcela do mercado capturada por cada ambiente de negociação.</p> <p>2 - As regressões controlam para preço, volatilidade e volume financeiro negociado, com efeitos fixos por empresa e trimestre, utilizando valores defasados como instrumentos para as variáveis endógenas. (p.10).</p>	<p>1 - O Desequilibrio de Ordens de Varejo Agressor é apresentado como a principal métrica para identificar a diferença entre as pressões de compra e venda no varejo. Esta métrica, fundamentada no estudo de Boehmer et al. (2021), é calculada com base no volume das ações e no número de negociações inicializadas por um dos lados (p.14).</p> <p>2 - Para as negociações institucionais, a métrica do volume do desequilíbrio de ordens institucionais é construída pela agregação separada das compras e vendas institucionais em nível de ação-dia, processo que forma os volumes de compra e venda (p. 14).</p> <p>3 - As métricas utilizadas para avaliar a liquidez de mercado incluem os spreads cotados, tanto em dólar quanto relativos, e a profundidade do mercado (p. 5).</p> <p>4 - No que tange aos retornos, o estudo considera diversas métricas, como os retornos diários (calculados de fechamento a fechamento, intradiários e noturnos), os retornos semanais e os retornos de longo prazo (p. 14).</p> <p>5 - Por fim, a Melhoria de Preço em Subcentavos (subpenny) é uma métrica que quantifica a magnitude do benefício de preço obtido por ordens de varejo que são executadas a preços em frações de centavo (p. 14).</p>	<p>1 - Métricas clássicas de qualidade de execução, tais como spreads efetivos, spreads realizados, razão E/Q, 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>



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA - 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA - 2022) ⁷⁴
Conclusões	<p>1 - Em média, os fluxos de ordens de varejo agressores apresentam um comportamento contrário em horizontes semanais, comprando ações com quedas recentes de preço e vendendo aquelas que subiram.</p> <p>2 - Foi identificada evidências de que esses fluxos podem prever os retornos futuros, na semana subsequente, as ações com desequilíbrios de ordens de varejo agressoras positivos superaram aquelas com desequilíbrios negativos em cerca de 10 pontos base. Tal previsibilidade se estende por cerca de 12 semanas antes de desaparecer (p.62).</p> <p>3 - A decomposição do poder preditivo revela que menos da metade dele é atribuída à persistência do fluxo de ordens e ao trading contrário (oferecimento de liquidez). O restante está relacionado ao trading informado, sugerindo que os investidores de varejo em seu conjunto possuem informações valiosas que ainda não foram incorporadas nos preços (p.38-39).</p> <p>4 - O conteúdo informativo das negociações de varejo está positivamente correlacionado com algumas notícias públicas, como previsões de resultados da empresa e notícias sobre rating de dívidas (p.45). No entanto, a força preditiva dos desequilíbrios de ordens de varejo não é completamente explicada por essas notícias, não havendo evidências de que os investidores de varejo consigam antecipar esse conjunto específico de notícias públicas futuras (p.49).</p> <p>4 - Os internalizadores conseguem lucrar ao interagir com o fluxo de ordens de agressores varejo, uma vez que os spreads são suficientemente grandes para compensar o conteúdo informativo dessas ordens. As negociações de varejo com menor melhoria de preço exibem um poder preditivo mais forte, sugerindo que os provedores de liquidez conseguem discriminá-los com base no conteúdo informativo das ordens (p.58).</p>	<p>1 - O estudo aponta que a atividade em <i>dark pools</i> se concentra mais em empresas de grande capitalização, em contraste com a internalização por formadores de mercado OTC, que é mais comum para empresas de pequena capitalização (p.2).</p> <p>2 - Em 2009, <i>dark pools</i> eram usados em ações de grande capitalização para evitar longas filas, comuns especialmente em ações de menor preço em termos monetários (alto tick size relativo), onde o ganho percentual mínimo ao negociar no spread era mais significativo.</p> <p>Em 2020, o roteamento de ordens de large caps para <i>dark pools</i> não era, em geral, relacionado ao estado do livro de ofertas. Essa dinâmica, no entanto, muda durante o período da COVID: devido aos spreads largos nas bolsas, traders utilizaram tais locais com o objetivo de evitar os spreads maiores nos mercados visíveis. (p.16)</p> <p>3 - Ao longo dos períodos amostrais, para ações de pequena capitalização, o roteamento de ordens para <i>dark pools</i> aumenta seguindo as seguintes características: i) quando o livro de ofertas está menos líquido; ii) o preço da ação em termos monetários é baixo (gerando um 'tick size relativo alto'); iii) a volatilidade é baixa; iv) há alta atividade de negociação.</p> <p>4 - Por outro lado, os formadores de mercado de balcão internalizam mais ordens quando a profundidade do livro visível é alta, fornecendo maiores condições de eventual zeragem de estoques (p.16).</p> <p>5 - No que tange a qualidade do mercado, negociações em <i>dark pools</i> foram consideradas geralmente benéficas em 2009, mas existem evidências sugerindo um efeito prejudicial, particularmente para ações de grande capitalização, em 2020 (p. 28).</p>	<p>1 - O poder preditivo do desequilíbrio de fluxo de ordens de varejo internalizado reflete a demanda por liquidez institucional e não a negociação informada do varejo. Essa conclusão é sustentada por duas evidências principais: A relação inversa entre o fluxo de ordens de varejo e o fluxo de ordens institucionais (p. 39), e o fato de que os retornos intradiários se movem na direção oposta ao desequilíbrio de fluxo de ordens de varejo internalizado, o que é inconsistente com a negociação informada de varejo (p.28).</p> <p>2 - Os desequilíbrios do fluxo de ordens de varejo internalizado refletem os incentivos dos atacadistas em internalizar quantidades desiguais de ordens de compra e venda em mercados menos líquidos com alta demanda de liquidez institucional desequilibrada (p.1).</p> <p>3 - Os relatórios da Regra 606 da SEC mostram que o volume de ordens limite não-agressoras compõem cerca de 20% de todo o fluxo de ordens internalizado. Estima-se que desse grupo específico, cerca de 60% recebam melhorias de preço abaixo de um centavo. Apesar de menos lucrativo para os atacadistas internalizarem tais ordens devido aos preços mais próximos do ponto médio do NBBO, os mesmos oferecem um alto pagamento por fluxo de ordens (PFOF) para as mesmas, muitas vezes mais do que o dobro do valor oferecido para as ordens agressoras, sinalizando a alta demanda de liquidez institucional que torna lucrativa essa internalização, apesar dos custos mais elevados. (p.4-5).</p> <p>4 - A análise do programa U.S. Tick Size Pilot reforça a conclusão de que as variações no desequilíbrio de ordens de varejo refletem os incentivos dos atacadistas para internalizar esse fluxo. Tais incentivos, por sua vez, são impulsionados pela lucratividade da provisão de liquidez fora da bolsa, e não pela negociação informada (p. 28). O aumento dos spreads cotados aumentou a rentabilidade da provisão de liquidez fora da bolsa, especialmente no ponto médio, o que ampliou a</p>	<p>1 - O modelo de internalização vigente nos EUA levaria a uma melhoria de preço sub-ótima aos investidores de varejo, 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 em relação ao mercado “lit”, 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 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, estes 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 internalizada 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 quantidade de ações negociadas por internalizadores possui melhoria de preço inferior ao midpoint. Desse montante, em média 75% poderiam obter melhoria de preço superior no mercado de bolsa, utilizando liquidez opaca constante no livro no momento do envio da ordem, em especial</p>



Item	# 13/21 “Tracking Retail Investor Activity” (Academia - EUA - 2021) ⁷¹	# 14/21 “Diving into dark pools” (Academia - EUA - 2022) ⁷²	# 15/21 “Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?” (Academia - Alemanha - 2022) ⁷³	# 16/21 “Release No. 34-96495 (Order Competition Rule)” (“Regulador”, EUA - 2022) ⁷⁴
Conclusões (cont.)	5 - As negociações de lotes fracionados de varejo apresentam um poder preditivo mais fraco em comparação com as negociações de varejo no geral (p.54).		disposição dos atacadistas em internalizar o fluxo de ordens (p. 27). 5 - O poder preditivo do desequilíbrio das ordens de varejo internalizadas de curto prazo para os retornos futuros é atribuído a reversões de preços que seguem o consumo de liquidez institucional. E no longo prazo, os retornos futuros exibem um padrão em forma de U em relação ao desequilíbrio das ordens de varejo internalizadas, o que é atribuído a um prêmio de liquidez (p. 39).	ordens opacas atreladas ao midpoint (p.273-277). 6 - O relatório acredita que mesmo no cenário restritivo proposto, as corretoras não voltariam a cobrar corretagem (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 anual, versus custos iniciais de implementação à indústria de USD 50 mi e custos recorrentes USD 2 mi anual. ⁷⁵

⁷⁵ Tal estudo da SEC sofreu críticas de diversos participantes. 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, simulando 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 – em sua visão operações com 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 incluiu 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 em ambiente de bolsa tende a ser maior do que nas execuções internalizadas, porque apenas no primeiro ambiente a exaustão de profundidades de livro muda o preço de referência posterior e impacta o spread realizado 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. A possibilidade de “melhoria de tamanho” já havia sido notada pela própria SEC em 2000. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-42450.



Item	# 17/21 “Study into execution quality on selected German trading platforms” (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 “The Retail Execution Quality Landscape” (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 “What Does Best Execution Look Like?” (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 “Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges” (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Objetivos	<p>1 - O estudo avalia a qualidade de execução de ordens em plataformas de negociação alemãs que oferecem pagamento por fluxo de ordens (PFOF). Com base em estudos conduzidos pela AFM, da Holanda, e pela CNMV, da Espanha, a BaFin realizou sua própria análise para examinar a qualidade da execução de ordens nos mercados alemães.</p> <p>O objetivo foi verificar se a execução de ordens nessas plataformas é vantajosa para os clientes de varejo, levando em conta não apenas o preço de execução, mas também os custos totais associados. Para isso, foram avaliados fatores adicionais que influenciam o custo total da operação, como o tamanho das transações, os custos de negociação em cada plataforma e as diferenças de liquidez dos ativos negociados (p.1).</p>	<p>1 - O estudo tem como objetivo fornecer uma análise empírica abrangente sobre a intermediação no mercado dos EUA para o fluxo de ordens de investidores de varejo, examinando a concentração e qualidade do mercado e suas implicações e custos para os investidores (p. 1).</p> <p>2 - Também é investigado como as corretoras de varejo monitoram o desempenho dos atacadistas e realocam o fluxo de ordens com base na qualidade da execução, garantindo que os investidores de varejo se beneficiem de menores custos de execução (p. 2).</p> <p>3 - É analisado o impacto da concentração da indústria nos custos de execução, com foco especial nos maiores atacadistas e sua capacidade de oferecer custos mais baixos devido a economias de escala. Ademais, o estudo examina os efeitos da entrada de novos participantes no mercado atacadista (p. 2-3).</p>	<p>1 - O estudo busca investigar o funcionamento das relações de incentivos econômicos para obtenção de melhor execução, incluindo decisões dos intermediários de varejo e as consequências de suas políticas comerciais (p.2)</p> <p>2 - O estudo ainda analisa efeitos concorrentiais oriundos da entrada de um novo internalizador atacadista (p.19).</p>	<p>O estudo (p.70) formula três perguntas principais de pesquisa:</p> <p>1 – Quais as principais métricas que podem ser utilizadas para mensurar o impacto da internalização?</p> <p>2 – Como a internalização de ordens difere nos países analisados?</p> <p>3 – Como mensurar benefícios da internalização?</p> <p>Nesse sentido, quatro hipóteses (p.74-77) a serem testadas são formuladas:</p> <p>1 – A internalização melhora certas métricas de liquidez.</p> <p>2 – Internalização reduz volatilidade em períodos de estresse.</p> <p>3 – Internalização contribui com maior acurácia na formação de preços, elevando eficiência informacional.</p> <p>4 – Internalização reduz seleção adversa e eleva a liquidez global dos papéis.</p>

⁷⁶ BAFIN, Study into quality on selected German trading platforms.

⁷⁷ DYHRBERG, Anne Haubo; SHKILKO, Andriy; WERNER, Ingrid M., The retail execution quality landscape, *Journal of Financial Economics*, v. 168, p. 104051, 2025.

⁷⁸ SPATT, Chester *et al*, Re: Regulation Best Execution [Release Nos. 34-96496; File No. S7-32-22].



Item	# 17/21 "Study into execution quality on selected German trading platforms" (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 "The Retail Execution Quality Landscape" (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 "What Does Best Execution Look Like?" (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 "Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges" (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Metodologia	<p>1 - A metodologia foi inspirada no modelo de especificação comparativa (Comparative Pricing Model) utilizado pela AFM em seu relatório "Assessing the quality of executions on trading venues".</p> <p>No entanto, a BaFin expandiu e adaptou essa metodologia para torná-la mais robusta e aplicável ao contexto alemão. Primeiramente, o estudo cobriu todas as ações alemãs sob a jurisdição da BaFin, representando cerca de 30% dos relatórios de transações (p.2). Outra adaptação importante foi a inclusão de custos específicos das plataformas de negociação, como taxas de transação (p.3).</p> <p>2 - O estudo também levou em consideração o tamanho das transações e as diferenças de liquidez dos ativos negociados. Foram criadas faixas de volume com base na distribuição dos tamanhos reais das transações, permitindo uma análise mais detalhada do impacto do volume na qualidade de execução (p.3).</p> <p>3 - Por fim, o estudo analisou a qualidade de execução em quatro plataformas que admitem PFOF (p.4).</p>	<p>1 - O Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) é calculado para cada ação da amostra, levando em conta a contribuição de cada atacadista (p.6).</p> <p>2 - Para estimar a toxicidade do fluxo de ordens entre corretores, é feita uma regressão com "compositional analysis", utilizando "log-ratios" das participações de mercado em relação a "Robinhood" como referência. Com o intuito de avaliar como mudanças na composição do fluxo afetam os custos de execução, o modelo é estimado com efeitos fixos mensais, e os erros-padrão são clusterizados por mês (p.9).</p> <p>3 - Em seguida, é realizada uma análise da toxicidade do fluxo de ordens para os atacadistas, com foco nas diferenças entre os dois principais (Citadel e Virtu) e os demais atacadistas. Inicialmente, são examinados os impactos de preço para medir a toxicidade do fluxo de ordens recebido por cada grupo, controlando por características como preço, volatilidade e volume das ações. Em seguida, a análise considera os spreads realizados para comparar os custos de execução ajustados pela toxicidade do fluxo (p.9-10).</p> <p>4 - Além disso, é analisado se as economias de escala explicam as diferenças nos spreads realizados entre os dois maiores atacadistas e seus concorrentes. Para isso, utiliza-se um modelo de regressão que investiga a relação entre os spreads realizados e o tamanho operacional, representado pelo volume de varejo processado por um atacadista em uma ação específica durante um mês, normalizado pelo volume total de negociação dessa ação (p.11-12).</p> <p>5 - Para analisar como os corretores alocam o fluxo de ordens com base no desempenho dos atacadistas, é</p>	<p>1 - O estudo efetua algumas regressões lineares para testar algumas hipóteses. Primeiramente, a fração de alocação de fluxo por cada intermediário de varejo é variável dependente da razão EQ passada, bem como do ranking ordinal da razão EQ passada (p.11).</p> <p>2 - Segundo, as métricas de spread são consideradas como variáveis dependentes da volatilidade intradiária, ajustadas a controles como variância e retornos esperados (p.15).</p> <p>3 - A análise de um novo entrante é realizada pela regressão da participação obtida pelo novo entrante como dependente dos diferenciais de spread praticados por ele em relação aos demais, do índice de Herfindahl (HHI) e do próprio spread efetivo praticado por ele (p.21).</p>	<p>1 - Para a análise dos impactos da internalização sobre a liquidez, uma regressão múltipla com efeitos fixos foi utilizada tendo como variáveis dependentes o "bid-ask spread" e uma versão modificada da "medida de Amihud", com base no estudo da Monetary Authority of Singapore já citado (p.85-87).</p> <p>2 - Como variáveis independentes e de controle, temos a proporção diária de "dark-trading" de cada instrumento, volatilidade intradiária e a métrica de liquidez com um período de defasagem, a última com suposto intuito de controlar a endogeneidade relacionada a escolha da negociação "dark" em função do "spread" (p.87-91). O estudo aplicou transformações Box-Cox nas variáveis com distribuição mais assimétrica (p.88-89).</p> <p>3 - Também foi utilizada uma análise de correlações móveis entre o nível de negociação "dark" e métricas de volatilidade (p.94) e testes de causalidade de Granger (p.96-97) para o mesmo par de variáveis.</p> <p>4 - Por fim, a eficiência informacional foi analisada através da autocorrelação dos retornos e da métrica de razão de variâncias (p.99). Uma regressão múltipla em painel com efeitos fixos tomou métricas de eficiência informacional como variáveis dependentes e a proporção de "dark-trading", volatilidade, data e volume financeiro como controles (p.102).</p>

⁷⁹ ACCENTURE, Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges.



Item	# 17/21 “Study into execution quality on selected German trading platforms” (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 “The Retail Execution Quality Landscape” (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 “What Does Best Execution Look Like?” (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 “Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges” (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Metodologia (cont.)		<p>estimado um modelo econômético, utilizando os spreads realizados como a principal variável dependente. O modelo abrange variáveis que consideram os spreads realizados cobrados pelos atacadistas em ações específicas e no mercado como um todo, incluindo também controles para preço, volatilidade e volume. (p.14)</p> <p>6 - Por fim, a regressão de diferença-em-diferenças é utilizada para analisar o impacto da entrada da Jane Street no mercado atacadista, comparando os custos de execução antes e após sua entrada, levando em conta a variação nos spreads realizados entre os atacadistas já estabelecidos e a nova empresa (p.15).</p>		
Dados utilizados	<p>O estudo analisou relatórios de transações conforme o Artigo 26 do Regulamento de Instrumentos Financeiros (MiFIR), complementados com informações do Sistema de Banco de Dados de Referência de Instrumentos Financeiros (FIRDS) do BaFin (p.2-3).</p> <p>No total, a análise identificou aproximadamente 20 milhões de transações de varejo em ações alemãs nas quatro plataformas abordadas. Entretanto, apenas 3,4 milhões de transações puderam ser comparadas diretamente com execuções simultâneas nos mercados de referência. Dessa forma, apenas essas transações foram incluídas na avaliação da qualidade de execução (p.5).</p>	<p>São obtidos dados mensais sobre a qualidade da execução de ordens, roteamento e pagamentos para todas as ações NMS negociadas nos EUA a partir de relatórios públicos disponíveis a partir das normas da SEC 605 e 606. (p.4)</p> <p>Foi utilizado o período de quatro anos, de janeiro de 2019 a dezembro de 2022. A amostra principal é restrita a valores mobiliários NMS, que são combinados com dados mensais de ações do Center for Research in Securities Prices (CRSP), totalizando 12.012 valores mobiliários. Esses dados são divididos em quatro subamostras: a primeira inclui as ações do S&P 500, enquanto as outras três são formadas por terços de ações não pertencentes ao S&P 500, classificadas com base no tamanho de mercado (p.4-5).</p> <p>A partir dos registros da Rule 606, é possível observar o valor do PFOF em dólares e em centavos a cada 100 ações, permitindo calcular o número de ações enviadas de cada corretora para cada atacadista em cada mês da amostra (p.6).</p>	<p>Foi utilizada uma amostra proprietária de dados obtidos junto aos maiores internalizadores atacadistas norte-americanos, com composição da base que se assemelha a proposta de atualização da Rule 605 da SEC (p.35).</p>	<p>O estudo utiliza dados em painel de mais de uma jurisdição (p.78). Para a análise de liquidez e volatilidade, o conjunto de dados para os índices dos EUA (Russell 2000, S&P 500) abrange o período de janeiro de 2005 a julho de 2024, enquanto a análise do UK-FTSE 100 cobre de janeiro de 2019 a julho de 2024.</p> <p>Para o mercado brasileiro, os dados foram obtidos dos Serviços de Dados de Mercado do BTG Pactual e cobrem negociações de todos os participantes brasileiros de janeiro de 2020 a julho de 2024. Na análise do Brasil, foram examinados dados de RLP e mercado visível de minicontratos de dólar e IBOVESPA. Há ainda dados do mercado sul-africano, com as 51 ações mais líquidas do índice JALSH.</p>



Item	# 17/21 "Study into execution quality on selected German trading platforms" (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 "The Retail Execution Quality Landscape" (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 "What Does Best Execution Look Like?" (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 "Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges" (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Métricas analisadas	<p>1 - Segundo o modelo do estudo da AFM, as métricas analisadas incluiriam a qualidade de execução das ordens, classificada como melhor, similar ou pior em relação aos mercados de referência, com o diferencial da inclusão dos custos de transação, diferenciando entre ações do índice DAX e não-DAX, além de volumes acima e abaixo de 2.000 euros (p.6).</p> <p>2 - A análise também incluiu a distribuição de melhorias e deteriorações relativas de preço, calculadas como a razão entre a diferença dos preços de execução nas plataformas PFOF e os preços médios ponderados pelo volume nos mercados de referência, considerando os custos de transação. Essa métrica permitiu uma avaliação mais precisa das vantagens ou desvantagens para o cliente ao negociar nessas plataformas (p.12).</p>	<p>1 - A Participação de Mercado dos Atacadistas mede a proporção do fluxo de ordens de varejo que cada atacadista gerencia (p. 6).</p> <p>2 - O bid-ask spread cotado e o spread efetivo são utilizados, o último conceitualmente dividido em duas componentes: Impacto de preço e Spread Realizado (p. 6). A melhoria de preço fornecida pelos atacadistas aos investidores de varejo também é mensurada (p. 8).</p> <p>3 - Por fim, a Porcentagem de Ações Executadas no NBBO ou Melhor é um indicador que demonstra a proporção de ordens que foram executadas, igualando o preço da melhor oferta ou demanda nacional (NBBO) ou obtendo um preço ainda mais favorável (p. 8).</p>	<p>1 - As métricas de spread cotado, spread efetivo e razão EQ (efetivo/cotado) são utilizadas para verificar a performance ao longo do tempo por atacadista (p.8, p.16).</p>	<p>Como métricas de liquidez, considerou-se o "bid-ask spread" e a medida de Amihud ajustada (p.85-87).</p> <p>Para análise de eficiência de especificação, utilizou-se a autocorrelação dos retornos e razão de variância (p.99).</p>
Conclusões	<p>1 - Para ações DAX, a maioria das transações nos mercados PFOF foi executada a preços semelhantes (47%) ou melhores (24%). Para outras ações, tais percentuais são de 39% a preços semelhantes e 24% a preços melhores. Quando consideradas apenas transações com volumes de até EUR 2.000, a soma desses percentuais aumenta para 81% (DAX) e 70% (não-DAX), respectivamente (p.7).</p> <p>2 - O volume da transação tende a possuir um impacto significativo na qualidade da execução. Transações menores tendem a ser associadas a preços de execução mais favoráveis. Para volumes de até EUR 2.000, o número de ordens executadas a preços melhores supera o de ordens executadas a preços piores, especialmente no caso de ações do índice DAX (p.7 e 9).</p> <p>3 - Ordens executadas em plataformas com PFOF que não excedem os volumes negociados nos mercados de referência no momento da execução tendem a ser vantajosas para o cliente, até certo limite de tamanho (p.10).</p>	<p>1 - O ambiente no mercado atacadista é competitivo para apenas 10 dos 12.012 valores mobiliários da amostra. A maioria das demais ações está inserida em um ambiente moderadamente concentrado (48% das empresas) ou altamente concentrado (52% das empresas) (p. 6).</p> <p>2 - O volume de negociações realizadas por investidores de varejo representa, em média, 22% do volume total de uma ação, sendo proporcionalmente maior em ações de menor capitalização. No S&P 500, o varejo responde por apenas 7% do volume negociado, ao passo que, nas ações do tercil 3 (aquelas com valor de mercado inferior a 110 milhões de dólares), essa participação alcança 32.7%.</p> <p>3 - Os atacadistas oferecem melhorias de preço em uma parte considerável desse volume, totalizando 69%. Essa melhoria é mais expressiva nas ações do S&P 500, atingindo 76%, enquanto no tercil 3 é de 68%.</p> <p>4 - Quando investidores de varejo negociam, o spread</p>	<p>1 - Os intermediários de varejo utilizam uma série de parâmetros para determinar suas alocações de fluxo, tais como janela de tempo pretérito, tickers, tamanho das ordens, categorizações (p.8-9).</p> <p>2 - A performance passada dos internalizadores atacadistas, em termos da razão EQ, é analisada pelos intermediários de varejo quando das decisões de roteamento de fluxo (p.11). O mercado de roteamento de ordens é considerado competitivo (p.6).</p> <p>3 - Em dias de volatilidade mais alta, há maior propensão dos internalizadores em fornecer melhoria de preço, como estratégia de consistência média ao longo do tempo. Assim, a atividade internalizadora mitiga a volatilidade em relação aos spreads cotados, do ponto de vista do investidor final (p.15).</p> <p>4 - Quando os intermediários de varejo roteiam ordens aos atacadistas, a priorização de uma dimensão como critério na realocação de fluxo pode levar a</p>	<p>1 - O estudo toma como conclusões que um aumento na negociação "dark" está associada a elevações nas métricas de liquidez, queda na volatilidade e aumento na eficiência informacional (p.103).</p> <p>No entanto, há de se ponderar uma série de questões. Em primeiro lugar, a correlação negativa encontrada para "dark-trading" e o índice Russell 2000 foi apenas de -0.2, valor pouco expressivo, ainda mais considerando as transformações nas variáveis (p.104).</p> <p>A regressão em painel para o mesmo índice, em seu turno, ao utilizar variáveis defasadas para supostamente reduzir a endogeneidade, introduziu um grau de "overfitting" muito alto (métrica R2 de 93%), o qual coloca em xeque as premissas do modelo. Além disso, o modelo considera dados a partir de 2005, período no qual houve queda estrutural de spreads e aumento do "dark-trading" (p.106).</p> <p>2 - No que abrange o mercado brasileiro (via RLP), a regressão</p>



Item	# 17/21 “Study into execution quality on selected German trading platforms” (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 “The Retail Execution Quality Landscape” (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 “What Does Best Execution Look Like?” (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 “Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges” (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Conclusões (cont.)	<p>O volume de transação além do qual as melhorias de preço deixam de ocorrer varia conforme o instrumento financeiro e a métrica estatística utilizada, além da inclusão ou não no índice DAX (p.14-15).</p> <p>4 - Embora as conclusões gerais se apliquem a todos os mercados PFOF analisados, há variações na magnitude dos benefícios a depender da plataforma (p.7)</p> <p>5 - Por fim, o estudo conclui que o modelo de especificação comparativa pode não ser totalmente válido para ações menos líquidas, onde o número de preços de referência disponíveis é limitado. A inclusão de dados completos do livro de ordens poderia fornecer uma avaliação mais precisa da qualidade de execução (p.17).</p> <p>6 - Além disso, a BaFin observa que não foram examinados os possíveis impactos de longo prazo na qualidade do mercado e na eficácia da formação de preços nos mercados de referência, decorrentes do desvio do fluxo de ordens para mercados PFOF. Tal análise demandaria uma abordagem metodológica distinta (p.18).</p>	<p>5 - Os autores alegam que a melhoria de preço média em mercado de bolsa é da ordem de 3% do spread cotado e que o PFOF pago médio está na casa de apenas 1% (p.8).</p> <p>6 - A toxicidade do fluxo de ordens varia entre as corretoras, com alguns apresentando clientes mais informados e, consequentemente, ordens mais tóxicas. Como os atacadistas atendem diferentes corretoras, a composição do fluxo recebido por cada uma também varia, o que impacta diretamente os custos de execução e a seleção adversa enfrentada por cada atacadista. Os dois principais atacadistas recebem um fluxo mais tóxico em comparação com os demais, um padrão consistente em todas as subamostras (p.9-10).</p> <p>7 - As diferenças nas taxas de execução entre os dois maiores atacadistas e os outros podem ser explicadas por economias de escala (p.12).</p> <p>8 - Essa transferência dos ganhos com as economias de escala para os clientes de varejo, na forma de custos de execução mais baixos, ocorre porque as corretoras revisam periodicamente a qualidade da execução e ajustam o roteamento das ordens para favorecer atacadistas com melhor desempenho passado (p.12-13).</p> <p>9 - O estudo mostra que, quando um atacadista cobra um spread relativamente baixo, as corretoras lhe concedem uma maior participação no mercado futuro. Os atacadistas competem oferecendo custos de liquidez mais baixos em todas as ações, em vez de</p>	<p>5 - Os internalizadores atacadistas compararam suas métricas de melhoria de preço com a dos concorrentes para tomar suas decisões (p.26).</p> <p>6 - Ações de menor porte tendem a possuir spreads cotados maiores, porém oferecem maiores riscos de impacto de preço e estoques desbalanceados aos internalizadores. Os maiores níveis de melhoria de preço ocorrem nas ações de maior porte ou ordens de maior tamanho, onde há menor risco e maior economia de escala por parte daqueles (p.5, p.30).</p>	<p>6 - Pioras nas demais dimensões (p.23-24).</p> <p>7 - Os internalizadores atacadistas possuem uma melhoria de preço de 27% em termos de spread. Isso indica que os atacadistas proporcionam uma melhoria de preço significativa, e não apenas marginal. (p.8)</p> <p>8 - Acerca da relação entre volatilidade e “dark-trading”, o “dark-trading” defasado em 90 dias possui bom poder explicativo sobre a volatilidade futura, e a volatilidade não possui relação de causalidade sobre o “dark-trading” (p.113).</p> <p>9 - Por fim, acerca de eficiência informacional, apenas dados da NYSE foram utilizados para concluir que as métricas de autocorrelação melhoram com o “dark-trading” (p.114-115).</p>



Item	# 17/21 “Study into execution quality on selected German trading platforms” (Regulador – Alemanha – 2022) ⁷⁶	# 18/21 “The Retail Execution Quality Landscape” (Academia – Internacional – 2022) ⁷⁷	# 19/21 “What Does Best Execution Look Like?” (Academia - EUA – 2023) ⁷⁸	# 20/21 “Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges” (Consultoria Internacional – 2024) ⁷⁹
Conclusões (cont.)		<p>competir com base em cada ação individualmente. (p.13).</p> <p>10 - O mercado atacadista também é aberto a entrada de novos participantes, como evidenciado pela chegada de um novo atacadista que conquistou uma parcela substancial do mercado durante o período da amostra (p.15). Com menos fluxo, os players estabelecidos enfrentam custos aumentados por ação e repassam esse custo para os clientes de varejo (p.16).</p>		



Item	# 21/21 "Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage" (Academia – Internacional – 2024) ⁸⁰			
Objetivos	<p>1 - O estudo quantifica a extensão da arbitragem dos preços defasados (<i>stale trading</i>) em <i>dark pools</i> do Reino Unido, isto é, em negociações que ocorrem com base em preços desatualizados, bem como os custos de externalidades associados para os investidores.</p> <p>2 - O estudo ainda identifica os participantes do mercado mais frequentemente responsáveis pela arbitragem de latência (<i>latency arbitrage</i>).</p> <p>3 - Além disso, o trabalho avalia a eficácia de duas estratégias de mercado para contornar essas adversidades: tempos de cruzamento aleatórios em <i>dark pools</i> ("random uncross") e leilões de lotes frequentes ("frequent batch auctions") (p.2).</p>			
Metodologia	<p>1 - Regressão linear, onde a proporção de trades obsoletos é a variável dependente e o volume de mensagens, além de variáveis de controle como volatilidade e spreads, são variáveis independentes (p.7).</p> <p>2 - Regressão Probit no nível individual de transações para avaliar a probabilidade de um trade ser obsoleto, com efeitos fixos de data e ambiente de negociação (p.9).</p> <p>3 - Regressões lineares para estimar os efeitos dos trades obsoletos no custo de liquidez, com foco no impacto de preço em 100 milissegundos após o trade. A variável dependente é o impacto no preço, enquanto as variáveis independentes incluem uma <i>dummy</i> para trades obsoletos e uma série de controles, como valor da negociação, momentum, tipo de participante (HFT ou co-localizado), choques de liquidez, volatilidade do FTSE 100 e spreads. Efeitos fixos por ativo e data são incluídos, e os erros padrão são clusterizados por ativo, local de negociação e data (p.15-16).</p> <p>4 - Modelo de diferenças em diferenças, para analisar duas intervenções que visam reduzir a arbitragem de latência em preços de referência. A variável dependente mede o logaritmo natural do impacto médio das negociações no preço de uma ação, ponderado pelo valor transacionado, considerando 100</p>			

⁸⁰ AQUILINA, Matteo *et al*, Sharks in the dark: Quantifying HFT dark pool latency arbitrage, **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 158, p. 104786, 2024.



Item	# 21/21 "Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage" (Academia – Internacional – 2024) ⁶⁰			
Metodologia (cont.)	<p>milissegundos antes e depois da negociação, em pontos base. O modelo inclui <i>dummies</i> para o evento, grupos tratados e a interação entre ambos, além de controles como spread médio ponderado pelo tempo, logaritmo do volume financeiro, índice de volatilidade e efeitos fixos por ação e data (p.18-19).</p>			
Dados utilizados	<p>Os dados utilizados vêm do regulador britânico FCA, incluindo informações completas sobre o livro de ordens dos mercados visíveis e das transações em <i>dark pools</i> operados por bolsas no Reino Unido. Além disso, os autores complementaram esses dados com informações de <i>dark pools</i> operados por bancos de investimento, obtidas da Thomson Reuters Tick History.</p> <p>Cada transação contém informações sobre o iniciador da operação (comprador ou vendedor), preço, quantidade, tipo de ordem e identidade dos participantes, permitindo assim a categorização em HFTs (high-frequency traders) e não-HFTs, além de permitir o cálculo de preços de referência com a granularidade de milissegundos (p.4).</p> <p>É utilizada uma amostra aleatória de 57 ações do FTSE 100 e 57 do FTSE 250, compondo assim ações com níveis de liquidez tanto relativamente altos quanto baixos.</p> <p>Os dados abrangem cinco semanas distribuídas ao longo de 2014 e 2015 e a análise é restrita a cinco semanas separadas, com intervalos de aproximadamente dois meses e meio (p.4).</p>			



Item	# 21/21 "Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage" (Academia – Internacional – 2024) ⁶⁰			
Métricas analisadas	<p>1 - Proporção de Trades Obsoletos: porcentagem de trades obsoletos em uma ação específica (s), em um dia (d) e em um ambiente de negociação (v). Calculada para cada ação-dia-ambiente com pelo menos 40 trades, para evitar ruído em observações não representativas (p.7).</p> <p>2 - Volume de ordens: número médio de ordens em intervalos de 2 milissegundos no dia (d) para as 400 ações mais negociadas em todas os ambientes. Utilizado como variável independente para avaliar o impacto do tráfego de mensagens na ocorrência de trades defasados (p.7).</p> <p>3- Métrica de Impacto de Preço: medido para o trade i na ação s no tempo t do dia d, em 100 milissegundos após o trade, em pontos base. Inclui controles para valor da negociação, momentum, tipo de participante (HFT ou co-localizado), choques de liquidez, volatilidade do FTSE 100 e spreads. Efeitos fixos de ativo e data são incluídos (p.15-16).</p>			
Conclusões	<p>1 - Durante o período analisado, 4% das negociações foram identificadas com preços defasados. A proporção aumentou de 3,36% em 2014 para 4,05% em 2015, possivelmente devido ao crescimento do tráfego de ordens e limitações na infraestrutura dos ambientes de negociação (p.6).</p> <p>Esse resultado é semelhante ao documentado no Canadá pelo regulador IIROC, onde 4% dos trades em dark pools ocorriam a preços defasados, com latência média de 4,8 milissegundos (p.6).</p> <p>2 - A proporção de trades defasados varia significativamente por ativo, entre 0% e 7,8%, com maior ocorrência em ações de alta liquidez e grande capitalização, alinhado à preferência dos HFTs por esses ativos (p.5).</p> <p>3 - O volume de mensagens de ordens tem impacto significativo na ocorrência de trades defasados, especialmente em dias com atividade acima da mediana. A infraestrutura sobrecarregada dos ambientes de negociação causa atrasos na atualização de cotações, aumentando a probabilidade de trades obsoletos (p.7-8).</p> <p>Para cada trade defasado em dark pools, uma das partes perde enquanto a outra se beneficia da transação. Os custos médios de trades defasados</p>			



Item	# 21/21 “Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage” (Academia – Internacional – 2024) ⁶⁰			
Conclusões (cont.)	<p>em dark pools são de 2,36 bps por trade. E além dos custos diretos, há impactos indiretos, como a percepção de injustiça nos mercados, que poderia reduzir a participação de investidores (p.10).</p> <p>5 - Os HFTs beneficiam-se em 96% dos trades defasados dentro do BBO e 99% fora do BBO. Em trades defasados, HFTs estão no lado agressivo em 83% dos casos, enquanto participantes não-HFTs co-localizados em apenas 13%. Já em trades não defasados, a participação no lado agressivo é equilibrada, com HFTs em 44% e não-HFTs co-localizados em 45%. Essa disparidade em trades defasados sugere que HFTs deslocam outros participantes devido à sua capacidade superior de processamento e execução de ordens, especialmente em situações de latência (p.11-12).</p> <p>6 - Os resultados da regressão de OLS indicam uma relação estatisticamente significativa e positiva entre negociações defasadas e o impacto no preço (p.15). Em particular, trades defasados em <i>dark pools</i> elevam o custo de liquidez em 0,88 pontos base quando o lado agressivo se beneficia da arbitragem de latência (p.16).</p> <p>7 - Usando um modelo de diferença em diferenças, compararam-se transações na Turquoise com trades na BATS e na Chi-X. As transações no primeiro ambiente contam com mitigadores para evitar a arbitragem de latência. Os resultados mostram uma redução estatisticamente significativa nos custos, com queda de 12% no impacto nos preços e de 4,1% nos movimentos adversos, indicando a eficácia da intervenção (p.19).</p> <p>8 - Outro estudo de evento analisado investigou o impacto da qualidade da execução de trades em dois mecanismos projetados para mitigar a arbitragem de latência: o Turquoise Uncross e o BATS Europe Batch Auction, sendo que este último funciona por meio de um livro de ordens separado, realizando leilões intradiários com períodos de <i>uncrossing</i> randomizados ao longo do dia.</p> <p>Os resultados apontam para uma redução significativa no impacto sobre o preço das negociações no Turquoise Uncross (1,135 pontos-base) e menos expressivo no BATS Batch Auctions (0,09 pontos-base (p.19-20).</p>			

Fonte: Elaboração própria, com base na literatura consultada.



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

- Há um consenso no sentido de que mercados sem transparência pré-negociação possuem contribuição marginal 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.
- Corretoras de varejo monitoram condições de melhoria de preço fornecidas por internalizadores para tomar decisões de alocação de ordens.
- Há estudos que mostram que há um “*trade-off*” entre urgência ou certeza de negociação *versus* custo de negociação, e a escolha por ambientes de *menor* transparência, que podem ser ambientes internalizados, passam pela priorização do baixo custo em relação à urgência.
- 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 operações internalizadas, 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.
 - A volatilidade é utilizada como uma variável de controle sempre que possível, possuindo uma correlação positiva com o spread cotado. Nessa esteira, há estudos que demonstram evidências de que a atuação dos internalizadores pode vir a mitigar a volatilidade de mercado, oferecendo spreads efetivos menores e menos voláteis em relação aos spreads cotados visíveis.
 - No entanto, a *maioria* dos estudos considera que há deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado. Ou seja, qualquer melhoria de preço ao investidor de varejo já partiria de um preço de referência deteriorado.

II.3.3 – 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”⁸¹, 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** (ou tão próximo a isso quanto possível) oriundos de outros ambientes de negociação. Ainda que tradicionalmente a regulamentação de mercado obrigue a disponibilização dos dados de precificação mediante alguma contrapartida aos seus contribuintes, tal cobrança costuma ser constrangida para que não seja considerada 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 privadamente negociado, 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 preços⁸².

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, gerando seus efeitos colaterais próprios.

⁸¹ 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.

⁸² Ver, por exemplo, GENARO; SAFFI, Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of “Retail Liquidity Provider” Orders in Brazil, p. 18.



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 de maior interação competitiva de ordens para elevar a competição generalizada entre ambientes alternativos de negociação**⁸³.

II.3.4 – 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 estão sujeitos, além da recorrência e especificidade das transações realizadas, as quais ocorrem num determinado contexto institucional⁸⁴.

Custos de transação podem ser relevantes na análise da competitividade de ambientes de negociação concorrentes. Havendo falha regulatória, pode haver favorecimento de 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 explícitos de pré-negociação para obtenção e análise de informações acerca dos ativos a serem negociados (custos de pesquisa e análise de investimentos); ii) custos operacionais explícitos 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) custos implícitos de negociação, em especial a percentagem do *“bid-ask” spread* **efetivamente** pago na operação (abordado com mais detalhes acima no tópico acerca de seleção adversa)⁸⁵. O segundo bloco, em

⁸³ Alternativos em diversos sentidos, inclusive em respeito a requisitos regulatórios, por exemplo.

⁸⁴ 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.

⁸⁵ Uma ordem a mercado, transformada numa oferta 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 oferta seja de tamanho 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, o que consiste numa outra fonte possível de custo de transação implícito. Nessa seara, existem outras métricas úteis para analisar os custos de transação implícitos, tais como o spread realizado, que considera a diferença entre o preço de execução e o *midpoint* do spread cotado num momento ligeiramente posterior, e os custos de *slippage*, que consistem na diferença do preço de execução da ordem versus o preço ao qual a ordem poderia ser executada no exato momento do seu ordenamento. Ordens a mercado, em



seu turno, inclui custos explícitos 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 investidores⁸⁶. Em primeiro lugar, como uma artimanha de atração e segmentação de fluxo, certos intermediários podem oferecer corretagem zero, “research” ou outros serviços gratuitos, especialmente ao perfil “varejo”⁸⁷, na expectativa de obterem compensação com a captura de *spread*.

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 central, ou sem conta em central depositária segregada por investidor final, ensejando menores custos operacionais⁸⁸.

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.

Por fim, há a possibilidade dos custos implícitos de transação, medidos pelo *spread* efetivo e eventuais impactos de preço, serem menores nos ambientes internalizados, em função da segmentação de ordens, ainda que com possibilidade de efeitos colaterais opostos nos mercados não internalizados que geram os preços de referência, conforme já mencionado.

Dessa maneira, pode ser parte do processo competitivo mais generalizado o oferecimento de operações internalizadas por algumas entidades, uma vez que elas

especial aquelas que são roteadas, sofrem com *slippage* principalmente devido a latência. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 287.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ 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.

⁸⁸ 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. Um dos riscos mencionados decorre da possibilidade de bloqueio dos ativos dos investidores numa possibilidade de insolvência de um intermediário custodiante. 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.



podem ser mais atrativas ao investidor, em especial de varejo, da perspectiva operacional de custos totais de transação.

II.3.5 – Conflitos de agência e de interesse

Conforme será explorado em detalhes nas próximas seções, o modelo de negócios que permeia a internalização pode ensejar ou exacerbar conflitos de agência e de interesse, mesmo no contexto do dever de busca pela melhor execução das ordens dos clientes ao qual se sujeita qualquer intermediário.

Inerentemente existem conflitos de agência na atividade de intermediação de valores mobiliários, onde o principal (investidor) passa a depender da atuação do agente (intermediário) para executar suas ordens de negociação. Tais conflitos podem ser mitigados por uma série de dispositivos regulatórios que orientem a prática de intermediação, dentre os quais se ressalta o dever de melhor execução⁸⁹.

No entanto, argumenta-se que introdução da atividade internalizadora inherentemente amplia a probabilidade e o impacto de manifestação de tais conflitos.

Em primeiro lugar, no caso de um internalizador que também possui relação comercial direta com o investidor, passa a existir uma dualidade entre sua atuação como agente do investidor, constrangido pelo dever de melhor execução, e como principal, seja através do direcionamento da ordem para um ambiente administrado por seu grupo econômico, seja através do uso da carteira proprietária de seu grupo econômico para negociar na ponta oposta, restringindo a possibilidade de tal ordem ser executada através de interação irrestrita em ambientes distintos que possam contar com ordens provenientes de quaisquer outros intermediários.

Em segundo lugar, no modelo de “*payment for order flow*” (PFOF), no qual o fluxo de ordens captado por um intermediário é redirecionado, usualmente para um ambiente de internalização, o modelo de comissionamento que envolve o redirecionamento do fluxo pode criar conflitos de agência e interesse no que abarca a decisão que fundamenta a melhor execução⁹⁰.

Caso o dever de melhor execução não seja observado, havendo benefícios indevidos ao principal da transação (internalizador), o investidor, em sua condição de agente, poderá obter custos de transação totais superiores aos que obteria em relação a um cenário sem internalização, mantendo tudo mais constante.

⁸⁹ Para uma referência clássica acerca de custos de agência, ver JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976, p. 5.

⁹⁰ SPATT *et al*, Re: Regulation Best Execution [Release Nos. 34-96496; File No. S7-32-22], p. 2.



II.3.6 – Árvores de problema regulatório

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

Tabela II.3.6.1 – Árvore de problema regulatório

Problema Regulatório:	(PR1) Seleção adversa	(PR2) Bens públicos	(PR3) Custos de transação	(PR4) Conflitos de agência e de interesse
Causa(s) Raiz	<ul style="list-style-type: none"> - (CR1.1) Inata diversidade de perfis de investidor, com respeito ao nível de informação obtida e capacidade de processamento detida no momento da negociação. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CR 2.1) Acesso não discriminatório aos dados de ofertas e pós negociação, em tempo real, determinado por regulação, para ambientes de livre acesso. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CR 3.1) Incerteza inerente a ação dos agentes econômicos, num contexto institucional geral. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CR 4.1) Inerente à relação entre o agente (investidor) e o principal (intermediário) na indústria de intermediação de valores mobiliários.
Causa(s) Aparentes	N/A	<ul style="list-style-type: none"> - (CA2.1) Possível desbalanço entre preços cobrados por dados de especificação em tempo real e potencial valor a ser extraído dos mesmos por entidades internalizadoras. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CA3.1) Custos de negociação e pós-negociação em mercados de valores mobiliários podem ser menores para operações internalizadas. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CA 4.1) Distorções na avaliação de melhor execução realizada pelo intermediário.
Potencializadores de causas	N/A	N/A	<ul style="list-style-type: none"> - (PCA 3.1) Arranjos regulatórios e legais que exigem liquidação de operações com uso de <i>clearing</i> e contraparte central. - (PCA 3.2) Arranjos regulatórios e legais que exigem contas segregadas por comitente final na custódia de ativos. - (PCA 3.3) Ambientes de negociação internalizada podem enquadrar-se em categorias alternativas de ambientes de negociação, com requisitos regulatórios mais brandos, resultando em menores custos operacionais e vantagens competitivas em relação a ambientes de negociação que executam atividades de mesma semelhança econômica, porém com requisitos 	<ul style="list-style-type: none"> - (PCA 4.1) Participação do intermediário (contratado como agente do investidor) em práticas de internalização de ordens, direta ou indiretamente, via pagamento por fluxo de ordem (PFOF).



Problema Regulatório:	(PR1) adversa Seleção	(PR2) Bens públicos	(PR3) Custos de transação	(PR4) Conflitos de agência e de interesse
			regulatórios mais severos.	
Consequência(s) imediatas	- (CI1.1) Incentivos econômicos para segmentação de perfis de negociação por parte de intermediários de valores mobiliários.	- (CI2.1) Redução relativa de incentivos para investimento na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços.	- (CI3.1) Maiores incentivos para oferecimento de operações internalizadas pelos intermediários, em detrimento de operações em ambientes não internalizados.	- (CI4.1) Potenciais maiores custos de transação para o principal (investidor), em relação a cenário sem internalização.
Consequência(s) em níveis mais profundos	<ul style="list-style-type: none"> - (CP1.1) Possível deterioração da qualidade do processo de formação de preços, resultando em spreads de referência relativamente elevados. - (CP1.2) Possibilidade de redução de spreads pagos por investidores de varejo, com concomitante possibilidade de elevação de spreads pagos por investidores institucionais. - (CP1.3) Redução relativa de incentivos para investimento na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CP2.1) Reduzida a competição em ambientes de negociação em que há formação de preço através da interação competitiva de ordens para elevar a competição generalizada entre ambientes alternativos de negociação 	<ul style="list-style-type: none"> - (CP3.1) Redução relativa de incentivos para investimento na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços. 	<ul style="list-style-type: none"> - (CP4.1) Redução dos incentivos para emissão e negociação no mercado de valores mobiliários brasileiro.
Potencializadores de consequências	N/A	N/A	N/A	N/A

Fonte: Elaboração própria.



III. FUNDAMENTAÇÃO LEGAL

III.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 135/22.

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 regramentos 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.⁹¹

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 operações⁹², 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.

III.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.

⁹¹ 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.

⁹² 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 sistemas⁹³ nos quais há um conjunto restrito de “participantes admitidos”⁹⁴ (ou seja, há necessidade de cumprimento de requisitos para acesso aos ambientes de negociação, conforme artigos 80 a 85⁹⁵) 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.

Outro fator importante a ser notado é o de que a regulação presume segregações entre as figuras dos participantes admitidos (e seus grupos econômicos) e das entidades administradoras de mercado (e seus grupos econômicos).

Nesse sentido, o artigo 44 da Resolução CVM 135 estipula a necessidade de autorização prévia da CVM para aquisição de ações representando ao menos 15% do capital social da entidade administradora, por quaisquer investidores, sendo necessário obter nova e específica autorização prévia da CVM para adquirir participação direta ou indireta que o leve à condição de acionista controlador.

Ainda nesse sentido, o § 4º do mesmo artigo veda ao participante do mercado e às demais pessoas que com ele estejam agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse exercer direta ou indiretamente o controle acionário da entidade administradora do mercado de que participe. Tal vedação somente pode ser revertida por uma dispensa regulatória oriunda do Colegiado da CVM, conforme § 4º do Art. 9º.

Em seu turno, o artigo 45 oferece uma série de salvaguardas e mitigadores de conflitos de interesse que devem ser levados em conta pela CVM na concessão da referida autorização, caso sejam fornecidos pelos pleiteantes.

Por sua vez, os mercados de balcão não organizados (o complemento do conjunto “mercados regulamentados”⁹⁶) correspondem a toda negociação de valores mobiliários não realizada ou registrada em um mercado organizado, na qual um

⁹³ Ou ambientes físicos.

⁹⁴ As definições de “participante” do normativo, em seu Art. 1º, abarcam as possibilidades de pessoa jurídica, fundo ou veículo de investimento.

⁹⁵ Onde se destaca a necessidade de as administradoras de mercado organizado zelarem pelos princípios de igualdade de acesso e de respeito à concorrência.

⁹⁶ 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.



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*⁹⁷. Em complemento, como regra geral, apenas os emissores registrados na CVM⁹⁸ 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 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 hipóteses⁹⁹.

- 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 mercado¹⁰⁰.

- 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

⁹⁷ 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.

⁹⁸ 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.

⁹⁹ 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.

¹⁰⁰ Regulamentados pela Resolução CVM 133.



internalizadas no âmbito das “Ofertas RLP”, circunscritas no âmbito de procedimentos específicos de negociação em mercado organizado de bolsa¹⁰¹. Seus detalhes técnicos encontram-se no Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (doravante “MPO B3”¹⁰²), item 4.3.4, documento esse sujeito à aprovação da CVM.

A versão atual do RLP permite, além dos minicontatos futuros de Ibovespa e dólar, alvo do experimento inicial, negociações com um conjunto de ações no mercado à vista¹⁰³. Os itens 4.3.4 h) e j) do “MPO B3” preveem um limite para a utilização de tais operações, estes respectivamente de 15% da quantidade total de contratos no caso de derivativos¹⁰⁴ e 30% do volume de varejo para ações¹⁰⁵.

De acordo com o braço de autorregulação da B3, a BSM¹⁰⁶, 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 extração.

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

¹⁰¹ 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.

¹⁰² BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Manual de procedimentos operacionais de negociação da B3 - Sem marcas.

¹⁰³ Inicialmente, a B3 fornecia a lista de ativos disponíveis num grupo de controle para negociação com spread aberto e outro grupo com spread aberto ou fechado. Ver: BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC. Com a decisão do Colegiado da CVM de 13/08/2024 não há mais distinção e os spreads podem ser abertos ou fechados para todos os ativos elegíveis.

¹⁰⁴ 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. Por exemplo, se o “*market share*” de varejo no intermediário para um dos instrumentos, considerando as elegibilidades, é de 30%, temos que 50% do volume de varejo x 30% de “*market share*” de varejo = 15% do total, ou seja, o volume de varejo elegível ao RLP seria de até 50% do volume de varejo naquele intermediário, para o instrumento em questão. O limite para os minicontatos, na prática, tende a ser maior do que o limite para os instrumentos de ação no mercado à vista. 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/.

¹⁰⁵ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC, p. 7.

¹⁰⁶ BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, Norma de Supervisão BSM 10/2022.



exclusivamente por ofertas de clientes do mesmo intermediário e que forem marcadas com um identificador de varejo, permitindo a segmentação de perfil. A oferta RLP só poderá ser registrada com validade para o dia, do tipo limitada, stop ou a mercado.

Por fim, agraga-se que a oferta RLP para ações deve ser apenas para instrumentos no âmbito do lote padrão¹⁰⁷, e 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”.

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

¹⁰⁷ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 003/2022-VPC, p. 6.



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 ativo¹⁰⁸.

A B3, em resposta ao Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (doravante TPS ASA/CVM), constata que o uso das ofertas diretas se encontra mais ligado a ativos com menor volume de negociação diário, bem como ao uso de estratégias em ativos com pouca diversidade de perfil no livro, onde busca-se certeza de execução conjunta. É possível, em sua visão, que as operações de grandes lotes ocupem espaço das ofertas diretas, no médio prazo¹⁰⁹.

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*¹¹⁰.

B – Mercados de balcão organizado

O Art. 142 da Resolução CVM 135 tipifica os mercados de balcão organizado como aqueles que possibilitam: i) o registro de operações previamente organizadas¹¹¹; ou ii) negociações via sistemas centralizados e bilaterais de negociação, por contrapartes previamente habilitadas¹¹²; 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 firmes¹¹³.

¹⁰⁸ Os parâmetros técnicos encontram-se em BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ofício Circular 176/2022-PRE., e são continuamente atualizados.

¹⁰⁹ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 32–35.

¹¹⁰ Ver ainda: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 7.

¹¹¹ 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.

¹¹² 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.

¹¹³ 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”.



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, desde que sem caráter controlador, contanto que uma série de salvaguardas sejam fornecidas no caso do adquirente ser um participante admitido pela própria entidade administradora (Art. 152).
- 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)¹¹⁴.

¹¹⁴ O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), previsto na Resolução CVM nº 135, tem como objetivo garantir a indenização de investidores que sofram prejuízos decorrentes de determinadas falhas na atuação de intermediários do mercado. Entre as hipóteses cobertas estão: i) inexecução ou execução inadequada de ordens; ii) uso indevido de numerário ou de valores mobiliários; iii) entrega de valores mobiliários ilegítimos ou de circulação restrita; iv) inautenticidade de endosso; v) descumprimento do dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente, exceto em caso de prévia declaração expressa do cliente quanto à ciência da ausência, desatualização ou inadequação de perfil; vi) e encerramento das atividades do intermediário (art. 124, § 1º, I a VI). O mecanismo também se aplica a recursos mantidos em conta corrente no participante, relacionados a operações realizadas em mercado organizado de bolsa, nos casos de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial (art. 124, § 2º). Ressalta-se que sua aplicação está restrita a operações com valores mobiliários (art. 124, § 3º).



Nesse momento, frisa-se que não existem outros ambientes regulamentados para negociação de títulos considerados *valores mobiliários*, exceto pela possibilidade de negociação em balcão não organizado¹¹⁵.

III.3. Regime de transparência

III.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 preços¹¹⁶.

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-negociação¹¹⁷.

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

¹¹⁵ Em convergência com a regulação de diversos países, a CVM permitiu, com base no Art. 95 da Resolução CVM 135, a negociação de grandes lotes de ações em mercados de bolsa ou balcão. Conforme explicitado no Relatório da Audiência Pública SDM 09/201, a norma prevê que a negociação se dê como lote único indivisível, com apenas um comitente vendedor e um comprador, caracterizando uma negociação apartada do livro central. A CVM já havia autorizado procedimentos específicos para grandes lotes que incluem a possibilidade de broker-preferencing e ausência de transparência pré-negociação, o que, na prática, viabiliza a negociação internalizada para negócios acima dos limites definidos. De forma a tornar essa possibilidade operacional, a B3 lançou, em novembro de 2023, três soluções dedicadas: o Midpoint Order Book (MOB), o Book of Block Trade (BBT) e o Request for Quote (RFQ). Essas plataformas permitem a execução de grandes ordens com confidencialidade e menor impacto no mercado.

¹¹⁶ Ordens do tipo “iceberg”, com apenas uma parcela visível, não são vedadas, estando inclusive previstas no “MPO B3”, item 4.3.2.

¹¹⁷ 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.



III.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).

III.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 obrigatoriedade divulgação pública e gratuita, bem como pelo fornecimento de dados históricos cuja manutenção à disposição do público para acesso gratuito não seja mais obrigatoria.

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.

Atualmente, a política comercial da B3 discrimina preços com base no acesso profissional *versus* não profissional, profundidade de livro desejada e latência informacional pretendida. Atualmente, a B3 não discrimina preços com base no uso específico da informação em estratégia internalizadora, ainda que ela atualmente esteja circunscrita ao âmbito do RLP ou grandes lotes¹¹⁸.

Dessa maneira, argumenta-se que o problema de bens públicos encontra-se devidamente mitigado na jurisdição brasileira, impedido o acesso irrestrito a informações produzidas através de plataformas proprietárias de negociação, inclusive com possibilidade de escrutínio regulatório para coibir abusos oriundos de ambas as partes interessadas na precificação dos dados.

III.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 organizado¹¹⁹: 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.

¹¹⁸ Ver: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/distribuidores/politica-comercial-e-contratos/.

¹¹⁹ 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.



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.

III.4. Execução de ordens por internalizadores

III.4.1 – Melhor execução

Conforme suscitado anteriormente, no contexto dos conflitos de agência e interesse que permeiam a atividade de intermediação no mercado de valores mobiliários, estipula-se em regulação o dever de melhor execução das ordens dos clientes, como ferramenta de proteção.

No que concerne o dever de 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. 32¹²⁰.

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*

¹²⁰ Conforme redação do Art. 31, é vedado o privilégio dos interesses próprios da instituição intermediária em detrimento dos interesses dos clientes.



as *medidas suficientes* a fim de obter a melhor execução para seu cliente¹²¹. 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 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.

III.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

¹²¹ 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.



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.

III.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 ser realizada ao “*bid*” ou ao “*ask*”, ou então ser direcionada ao livro central¹²².

No momento, a possibilidade de fracionamento do *tick-size* não foi permitida no livro central visível nem no RLP, seja em ofertas ou negócios. Contudo, ela foi admitida como um protocolo possível nas operações com grandes lotes, restrita ao fechamento da operação ao *midpoint* do mercado visível.

III.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 negociação¹²³.

¹²² Anteriormente à Decisão do Colegiado da CVM que culminou na unificação dos grupos de ações, para os ativos do grupo de controle, a negociação deveria ser efetuada cruzando o spread, ao passo que para o grupo de spread aberto, a negociação deveria 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 vista uma decisão colegiada inicial da CVM determinando a introdução de melhoria de preço abaixo do *tick-size* no âmbito do RLP. Entretanto, a possibilidade de custos elevados à indústria, devido a necessidade mandatória de sistemas, fez com que a CVM mudasse de opinião. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2.

¹²³ 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.



No entanto, os procedimentos de internalização via RLP alteram os parâmetros genéricos, conforme permissão dos próprios artigos da Resolução, que ressalvam a possibilidade de procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento de administradora, aprovado previamente 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 intermediário¹²⁴. 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 vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas devem ter prioridade.

III.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 mercado 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 no contexto atual 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 financeiros¹²⁵ 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”)

¹²⁴ 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.

¹²⁵ Sempre que mandatório, as contrapartes centrais compensam as operações e calculam os saldos líquidos devidos por cada categoria de participante liquidante e investidor final.



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 diretos¹²⁶.

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 diferida¹²⁷ 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 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 firmes¹²⁸.

- 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 Brasil¹²⁹.

¹²⁶ Caso contrário estariamos lidando com liquidação bilateral simples.

¹²⁷ 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.

¹²⁸ 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.

¹²⁹ 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/.



- 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 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 sistemas¹³⁰.

Argumenta-se que 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.

Por fim, há de se mencionar que opiniões contrárias foram emitidas no contexto da TPS ASA/CVM. Com base na figura do “representante do acionista” (Art. 24 da Lei nº 12.810/13), algumas contribuições mencionaram haver possibilidade de conta

¹³⁰ 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.



ônibus no Brasil, divergindo do entendimento holístico do arcabouço mencionado¹³¹. Mencionam ainda que a conta ônibus poderia ser integrada a um modelo de “self-clearing” para liquidação sem contraparte central.

- 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 Brasil¹³².

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.

III.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 III.6.1 abaixo.

¹³¹ Ver: BANCO BTG PACTUAL; LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS, Ref.: Edital de Tomada de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (Edital), p. 36–38., ANCORD, OF-DG-033/2024, p. 24–25.

¹³² 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 III.6.1 – Ambientes de negociação de valores mobiliários permitidos na jurisdição brasileira e um resumo de alguns de seus requisitos regulatórios

Mercados Regulamentados							
Mercados Organizados							
	Mercados de bolsa		Mercados de balcão organizado				Balcão não-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	Mandatório.		Mandatório.				Facultativo.
MRP	Mandatório.		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, inclusive vedação a capital controlador.		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 mandatório de intermediário integrante do sistema de distribuição como agente ou principal.
Liquidação	Contraparte central é mandatória.		Contraparte central é mandatória.				Sem prescrições.
Uso de depositária central com conta segregada por comitente final	Mandatório.		Mandatório.				Facultativo.

Fonte: Elaboração própria.



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 ambiente de bolsa, não existem muitos incentivos econômicos para que a atividade de internalização desponte com base em ativos listados e admitidos à negociação unicamente em mercado de balcão organizado.
 - Já é permitido o uso de mercados de balcão para negociação de ações e equivalentes no âmbito de operações de grandes lotes, algo voltado a investidores de maior porte e profissionalização.
- 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 menos ortodoxas dos normativos, que intencionalmente: i) buscam segregar entidades administradoras de mercado organizado de intermediários autorizados a operar¹³³, além de; ii) 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 depositárias¹³⁴, 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.

¹³³ 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.

¹³⁴ Próprias (verticalmente integradas) ou contratadas, considerando protocolos de participação ou de interoperabilidade entre depositários concorrentes já previstos em norma quando necessário (Art. 5º da Resolução CVM 31).



IV. PARTICIPANTES AFETADOS

Com base na discussão acima, podemos então mapear os seguintes participantes afetados¹³⁵:

IV.1. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

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 seu art. 4º. Nesse sentido, ela é responsável por regular e supervisionar os ambientes de negociação regulamentados, as depositárias centrais e os intermediários, além de zelar pela proteção dos investidores.

IV.2. Administradoras de mercados organizados

Consistem em entes regulamentados unicamente pela CVM via Resolução CVM 135¹³⁶, os quais carecem de registro concedido pela Autarquia para operar. Na data base de 31/12/2024, existiam quatro administradoras de mercado organizado com registro ativo na CVM¹³⁷. No entanto, apenas uma delas, a Brasil Bolsa Balcão S.A (“B3”), possuía 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 mandatária de autorregulação, a BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), a qual deve 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.

¹³⁵ 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.

¹³⁶ Exceto no caso de administradoras de mercado de balcão que efetuam registro de operações previamente acordadas, conforme nota de rodapé acima.

¹³⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Boletim Econômico - Edição 15.



IV.3. Depositárias centrais

Atualmente, a B3 possui uma estrutura verticalmente integrada, composta por uma entidade administradora de mercados organizados de bolsa e balcão, uma central depositária 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 interoperabilidade¹³⁸.

IV.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 31/12/2024, **no que abarca valores mobiliários**, apenas as estruturas verticalmente integradas ao grupo econômico da “B3” estão autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar¹³⁹.

IV.5. Investidores

Na data base de 31/12/2024, o grupo econômico da B3 possuía 5.26 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 2023¹⁴⁰.

O grupo econômico também informava possuir mais 39.012 contas de pessoas jurídicas cadastradas¹⁴¹, de onde se destacam 7.509 contas de investidores institucionais nacionais e 4.929 contas de investidores estrangeiros, também com caráter fortemente institucional (perfil de investidor informado).

¹³⁸ Resolução CVM 31, Art.5º, §3º.

¹³⁹ A lista de infraestruturas do mercado financeiro autorizadas pelo Banco Central do Brasil encontra-se em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/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 (CCP) através das infraestruturas autorizadas a operar – não necessariamente uma “*clearing*” atua como CCP.

¹⁴⁰ Dados públicos da “B3”, na seção “Banco de Dados” de seu site de relações com investidores: <https://ri.b3.com.br/pt-br/>.

¹⁴¹ Aqui pode haver dupla contagem de CNPJs.



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 2024 (até o final de dezembro), a média mensal da participação para os perfis de investidores “pessoa física nacional” (varejo), “institucionais locais” e “estrangeiros”, respectivamente, encontravam-se em 12.8%, 28.2% e 53.9%.

IV.6. Intermediários

Segundo o cadastro da CVM¹⁴², 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. Atualizando tais números para a data base de 31/12/2024, o total passou para 166, com o número de corretoras reduzindo para 63 e o de distribuidoras para 103.

Cruzando as informações de negócio de investidores de varejo no mercado à vista de ações¹⁴³ com informações de conglomerados financeiros do Banco Central do Brasil¹⁴⁴, é possível concluir que na data base de 30/09/2023 tais 170 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 passou o setor¹⁴⁵.

Para qualificar melhor o panorama dos participantes em relação ao tema da internalização, a Tabela IV.6.1 abaixo foi construída:

¹⁴² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Boletim Econômico - Edição 15.

¹⁴³ 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.

¹⁴⁴ Disponíveis em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao_instituicoes_funcionamento .

¹⁴⁵ 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 IV.6.1 – 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
Indicadores de volume total de varejo no mercado à vista de ações								
#1_%_Vol_Total		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	(1)	72.1%	72.8%	72.0%	70.3%	67.5%	65.5%	64.3%
#Top10_%_Vol_Total		90.4%	88.4%	87.0%	85.3%	84.0%	81.6%	78.8%
ADTV_Tot_Base_100	(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
Indicadores de “posição não balanceada” em relação ao volume total de varejo no mercado à vista de ações								
#1_PNB/Vol_Total		15.6%	14.8%	15.2%	14.0%	15.2%	11.5%	12.0%
#Top5_PNB/Vol_Total	(3)	27.0%	27.1%	27.1%	27.8%	32.7%	26.4%	27.1%
#Top10_PNB/Vol_Total		25.9%	27.5%	27.2%	23.7%	25.2%	27.9%	23.8%
Indicadores de média diária de investidores de varejo que negociaram no mercado à vista de ações (x1000)								
#1_InvMed		105.0	103.3	145.5	151.2	53.9	17.5	11.3
#2_InvMed	(4)	54.3	43.5	25.8	27.5	4.8	2.8	2.7
#Top5_InvMed		189.5	173.9	204.9	202.1	67.6	25.1	18.7
#Top10_InvMed		218.8	202.1	239.1	232.0	80.0	31.4	23.5
# 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 o 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.							

Fonte: Elaboração própria com base em dados da CVM e do BCB.

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 natural: 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 fluxo de varejo mais simétrico e menor risco de impacto adverso de preço em estoques residuais de ativos negociados.

Finalmente, alguns intermediários também podem ser impactados na condição de formadores de mercado atuantes em mercados organizados de bolsa. Tal atividade é regulamentada pela Resolução CVM 133, podendo, de acordo com seu Art. 6º, serem participantes voluntários, dentro das condutas e limites previamente estabelecidos pelas entidades administradores de mercado¹⁴⁶, ou contratados pelos emissores ou acionistas controladores, devendo dar transparência prévia acerca de condições de atuação, conforme Art. 7º da Resolução¹⁴⁷.

Na primeira modalidade, os administradores de mercado podem voluntariamente fornecer incentivos financeiros para que certos participantes negoçiem em seu ambiente. Os formadores de mercado, nesse contexto, negociam à semelhança de “*dealers*”, buscando captura de *spread* através de posições não direcionais, assumindo risco de seleção adversa.

Contudo, uma vez que o ambiente de negociação não é segregado e não há condições pré-estabelecidas para colocação de ofertas firmes de sua parte, tais

¹⁴⁶ Para se tornar um formador de mercado na B3, uma instituição autorizada, como uma corretora, deve ser credenciada e comprovar capacidade técnica, sendo vedado ao emissor do ativo exercer tal função para evitar conflitos de interesse. A instituição contratada assume as obrigações de manter uma quantidade mínima de ativos em oferta, respeitar um spread máximo entre os preços de compra e venda e permanecer ativa por um tempo mínimo durante o pregão. Como incentivo por garantir a liquidez, recebe benefícios como a redução ou isenção de taxas de negociação e acesso a relatórios exclusivos.

¹⁴⁷ Tais como: i) nome e qualificação do formador de mercado; ii) o objetivo do emissor na operação; iii) o prazo de duração do contrato; iv) a quantidade de ações em circulação no mercado, por espécie e classe; v) indicação da existência de qualquer acordo ou contrato entre o formador de mercado e o controlador, quando for o caso, regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.



participantes utilizam estratégias proprietárias de análise de dados para livremente buscar o melhor momento para colocação (e cancelamento) de ofertas no livro.

Na segunda modalidade, as amarras contratuais colocam os formadores de mercado numa posição clássica de “*dealer*”, usualmente os condicionando a fornecer cotações firmes para um determinado volume de fluxo, atuando como “liquidez de última instância” dentro do livro.

É de se esperar que num cenário de internalização irrestrita os programas de formador de mercado sejam considerados menos atrativos para os intermediários, os quais buscariam a negociação em ambientes segregados como alternativa. Isso, por sua vez, poderia ser um fator adicional de redução da liquidez nos livros visíveis de ofertas em mercado organizado de bolsa¹⁴⁸

¹⁴⁸ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 59–60.



V. BENCHMARK INTERNACIONAL

V.1. EUA

V.1.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

O “Securities Act” de 1933¹⁴⁹ e o “Exchange Act” de 1934¹⁵⁰ 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 Federal¹⁵¹.

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 Act¹⁵².

Entretanto, para compreender o arcabouço atual fornecido pela “Reg NMS”, é interessante analisar a evolução histórica do tema de internalização de ordens nesta jurisdição.

De fato, até 1975, a restrição à internalização de ordens que vigorava nos EUA era de caráter **privado**, fornecido pelas regras de listagem da NYSE, a qual mantinha uma posição dominante de mercado, praticamente monopolista.

Através dessas regras, notadamente a Rule 394 (posterior Rule 390), os intermediários membros da NYSE, num período ainda de mutualização das bolsas, eram obrigados a pagar comissões para a NYSE caso negociassem fora de bolsa¹⁵³. Assim, abdicavam na prática da possibilidade de internalizar ordens no mercado de balcão, naquela época chamado de “*third market*”. Dessa forma a internalização, então chamada de “*off-board transaction*”, se restringia a um mercado muito restrito, de *dealers* não membros da NYSE.

Através da atuação da SEC, que possuía o objetivo de elevar a concorrência no mercado de administradores de mercado organizado, uma gradativa regulação

¹⁴⁹ <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2A>

¹⁵⁰ <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B>

¹⁵¹ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II>

¹⁵² MAHONEY, P.G.; RAUTERBERG, G.V., *The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*, [s.l.]: SSRN, 2017, p. 243.

¹⁵³ GEYER, Carter T., The Abrogation of Rule 390, *Financial Analysts Journal*, v. 34, n. 1, p. 22–30, 1978, p. 22–24.



federal que se sobrepôs as regras da NYSE passou a ser editada. O movimento decisivo ocorreu em 1980, quando a Rule 19c-318 permitiu internalização para novos ativos listados, criando na prática uma categoria distinta de ativos naquele mercado, as “Shares 19c-3”¹⁵⁴. Apenas no ano 2000, no contexto de desmutualização das bolsas, é que a Rule 390 foi eliminada e a internalização irrestrita consolidou-se no mercado americano¹⁵⁵.

Retornando ao arcabouço fornecido pela “Reg NMS”, este é atualmente composto por um conjunto de 16 regulações¹⁵⁶, 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 aos investidores de varejo trazidos pelo arcabouço regulatório atual e do potencial de falta de isonomia entre os diferentes ambientes de negociação¹⁵⁷.

Por fim, vale mencionar que nos EUA ainda existem regras complementares da entidade representativa de classe (“*national securities association*”¹⁵⁸) e autorreguladora mandatória por lei FINRA, a qual congrega todos “broker-dealers” registrados na SEC.

V.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

¹⁵⁴ Em 1975, a Rule 19c-1 permitiu roteamento de ordens de clientes para outro *dealer* de balcão. Em 1977 essa regra foi alterada para permitir ainda o roteamento das ordens para qualquer outro ambiente, desde que ambas as ordens que se cruzassem não fossem roteadas pelo mesmo intermediário. Ver: ANBIMA, OF. DIR. 055/2024, p. 10-13.

¹⁵⁵ A competição com listagens no exterior, onde não havia restrições para internalização, também foi importante no processo. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-42450.

¹⁵⁶ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-ll/part-242?toc=1>

¹⁵⁷ Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule).

¹⁵⁸ 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.



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 tradicionais, contendo livros centrais de ordem “visíveis”. Em seu turno, a regulação federal 240.3b16¹⁵⁹, fornece esclarecimentos acerca da definição de bolsa, isentando dessa classificação “broker-dealers” que atuam como meros roteadores de ordem, formadores de mercado de bolsa ou “dealers” internalizadores (ver abaixo acerca das demais possibilidades).

No entanto, é possível, com base na regulação federal 240.3^a1-1¹⁶⁰, 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-negociação¹⁶¹, 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 serviços¹⁶², e por serem entidades autorreguladas¹⁶³, cujo regulamento precisa ser sempre aprovado pela SEC¹⁶⁴.

Importante mencionar que nos EUA, à semelhança do Brasil, existem programas de provisão de liquidez ao varejo (“RLPs” ou “RPIs”) em ambientes de bolsa. Estes programas permitem que formadores de mercado registrados submetam ofertas não visíveis destinadas especificamente a interagir com ordens de varejo. No entanto, conforme suscitaremos adiante, tais programas possuem volume muito

¹⁵⁹ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR79287664c327341/section-240.3b-16>

¹⁶⁰ <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFRf2ef38fa463cd4fa/section-240.3a1-1> .

¹⁶¹ Ver discussão abaixo, conforme “Reg NMS”.

¹⁶² Ver seção 78f(b) do “Exchange Act”.

¹⁶³ 78c(b)(26).

¹⁶⁴ 78s(b)(1).



reduzido em relação ao total, devido a competição com outros ambientes de negociação.

Uma característica central da implementação de tais programas é a exigência de melhoria de preço em relação ao “NBBO protegido” (melhor preço disponível nos ambientes visíveis). As cotações RLP podem ser inseridas em incrementos fracionários “sub-penny”, como US\$0.001, mesmo quando o tick-size padrão da ação é de US\$ 0.01. Tipicamente, exige-se uma melhoria mínima de US\$0.001 por ação.

De forma diferente do modelo RLP brasileiro (que opera em base “single-broker”), os RLPs das bolsas americanas são multilaterais: múltiplas firmas podem prover liquidez RLP, competindo em preço para executar as ordens de varejo que são roteadas para o programa por diversas corretoras. A execução, por sua vez, prioriza a melhor cotação RLP disponível. Além disso, não há limites percentuais sobre o volume que pode ser executado através desses programas.

Apesar de oferecerem um ambiente competitivo para o varejo em mercado de bolsa, os programas RLP/RPI das bolsas americanas têm tido uma participação relativa muito baixa para ações: menos de 0.2% do volume financeiro consolidado. Analistas atribuem tais resultados à forte competição com o modelo de internalização em mercado de balcão (ver abaixo), que oferece maiores níveis de flexibilidade, potenciais pagamentos por fluxo de ordens (PFOF) às corretoras de varejo que roteiam ordens e capacidade dos internalizadores de segmentar o fluxo de forma mais eficaz, em comparação com a interação potencialmente mais ampla nos programas RLP das bolsas¹⁶⁵.

- “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: i) autorregulação¹⁶⁶; ii) garantia de livre acesso aos serviços (“fair access”); nem iii) transparência pré-negociação para uma “NMS stock”, contanto que

¹⁶⁵ Sobre os modelos de RLP americanos, ver ROSENBLATT SECURITIES, Analysis of CVM Partial Regulatory Impact Analysis Report (AIR), p. 9.

¹⁶⁶ Rule 300(a)(2)



o volume médio diário ali executado para um determinado ativo seja inferior a 5% do total consolidado para o ativo nos últimos quatro trimestres¹⁶⁷.

- 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. Não consistem num ambiente de negociação propriamente dito, mas sim em intermediários atuantes nesses ambientes.

- 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 serviços¹⁶⁸. 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. Tal categoria inclui as chamadas “*Single-Dealer Platforms*”, plataformas bilaterais para internalização de ordens não sistemática¹⁶⁹.

¹⁶⁷ 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.

¹⁶⁸ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 18.

¹⁶⁹ Tais plataformas encontram-se perto de 5% do volume de negociação de “equities” no mercado americano. Ver: ROSENBLATT SECURITIES, Analysis of CVM Partial Regulatory Impact Analysis Report (AIR), p. 6.



V.1.3. Regime de transparência

V.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, 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 Facility” (ADF), porém na prática a mesma não é utilizada¹⁷⁰, 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*¹⁷¹, exceto no caso dos ATS, caso ultrapassem o limiar de volume negociado mencionado na subseção acima¹⁷².

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. Ou seja, operações internalizadas possuem transparência pós-negociação imediata.

¹⁷⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 41.

¹⁷¹ 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 isentam no caso de: i) execução imediata, instrução específica pré-estabelecida em contrato para não divulgação; ii) ordens fora do lote padrão (ordens “odd-lot”); iii) ordens de grandes lotes (acima do “block size”); iv) ordens imediatamente roteadas para bolsa ou outro “broker-dealer”; ou v) ordens “tudo ou nada”.

¹⁷² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 18.



V.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”)¹⁷³, consolidando as informações de pré-negociação e pós-negociação dispersas devido ao mercado secundário fragmentado e competitivo.

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

Atualmente¹⁷⁴, existem três planos vigentes¹⁷⁵ no mercado americano, fornecendo as consolidações coloquialmente denominadas como de “fitas”. Cada plano possui o dever de contratar uma entidade definida em lei¹⁷⁶ e regulação¹⁷⁷ chamada “securities information processor” ou “SIP”, esta responsável por consolidar e

¹⁷³ Definido em 600(50).

¹⁷⁴ 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.

¹⁷⁵ 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.

¹⁷⁶ Ver seção 78c do Exchange Act.

¹⁷⁷ 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.



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 consolidação¹⁷⁸.

Já no que concerne negociações fora de bolsa¹⁷⁹, os SIP buscam as informações oriundas dos demais “broker-dealers” que atuam como “trading centers”, os quais, via regras da FINRA¹⁸⁰, reportam as informações a um “Trade Reporting Facility” (“TRF”)¹⁸¹. Nota-se que atualmente existem 3 (três) TRFs¹⁸² 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 cancelamentos¹⁸³.

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 primariamente incumbidos os “broker-dealers” executores da ordem, preferencialmente aqueles na ponta vendedora¹⁸⁴.

¹⁷⁸ 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.

¹⁷⁹ 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.

¹⁸⁰ Lembremos que a FINRA, na sua condição de autorreguladora mandatória 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.

¹⁸¹ ANGEL, *Retail Investors Get a Sweet Deal*, p. 10.

¹⁸² 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.

¹⁸³ Ver: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/rule613-info>.

¹⁸⁴ Ver regras 6380A e 6380B.



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.

V.1.3.4 – Condições de acesso às informações

A consolidação e divulgação dos dados pelos SIP consiste num empreendimento regulamentado 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 gratuitos¹⁸⁵.

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 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 ação¹⁸⁶.

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 regulamentada de informações adicionais ou de feeds diretos dedicados por parte das bolsas¹⁸⁷.

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 operacionais¹⁸⁸.

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)

¹⁸⁵ ANGEL, Retail Investors Get a Sweet Deal, p. 17.

¹⁸⁶ 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.

¹⁸⁷ 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.

¹⁸⁸ 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.



e à SEC. As informações devem ser confidenciais e utilizadas no âmbito de supervisão de mercado¹⁸⁹.

V.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 atualizado¹⁹⁰ de “consolidated market data”, este dividido em cinco pilares: i) “core data”; ii) dados de cunho regulatório¹⁹¹; iii) dados administrativos¹⁹²; iv) dados de programas específicos de negociação¹⁹³; v) dados adicionais definidos no contexto dos “national market plans”.

Acrescenta-se aqui que os chamados “core data” são definidos em 600(21)¹⁹⁴, 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

¹⁸⁹ Ver 613(f).

¹⁹⁰ 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 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>

¹⁹¹ Incluem dados referentes a algumas situações atípicas de mercado, além de preços de abertura e fechamento das bolsas de listagem primária.

¹⁹² Definidos em 600(2) como informações técnicas e de controle necessárias para a implementação dos “national market plans”.

¹⁹³ Como, por exemplo, eventuais programas de “Retail Liquidity Provision” instituídos pelas bolsas.

¹⁹⁴ 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.



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 CAT¹⁹⁵, 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.

V.1.4. Execução de ordens por internalizadores

V.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 investidor¹⁹⁶.

A Regra FINRA 5310¹⁹⁷ 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

¹⁹⁵ Disposto em 613(c)(7)

¹⁹⁶ 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. Tais propostas foram arquivadas em 12 de junho de 2025. Ver: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2025/06/regulation-best-execution#33-11377final>.

¹⁹⁷ Ver: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5310>.



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 modificados¹⁹⁸.

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”¹⁹⁹.

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)²⁰⁰.

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

¹⁹⁸ 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 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.

¹⁹⁹ 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”.

²⁰⁰ 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 tais ordens 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.



“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 relação àquele “market center” que reporta; 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 relatório sobre execução, exclusivo para ordens não executadas imediatamente, esse a ser disponibilizado em até sete dias, contingente a pedido do cliente²⁰¹. 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.

V.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 “atacadistas”. 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

²⁰¹ 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.



direcionadas”²⁰² 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.

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

A Rule 612 da Regulation NMS, historicamente, estabelecia um incremento mínimo de preço (tick size) de \$0.01 para ações cotadas em valor igual ou superior a \$1.00, e de \$0.0001 para aquelas cotadas abaixo desse patamar. Uma característica fundamental da regra, mantida em suas versões subsequentes, é a clarificação pela SEC de que esta restrição se aplica apenas para a divulgação de cotações e à aceitação de ordens, não limitando os incrementos nos quais as negociações podem ser efetivamente executadas.

Contudo, houve uma reformulação no cenário competitivo da execução de ordens. Em emendas à Regulação NMS, adotadas em setembro de 2024, a SEC instituiu um novo regime de *tick size* variável para ações do NMS, com data de conformidade para novembro de 2025. A nova regra determina que o incremento mínimo de cotação para ações com preço igual ou superior a \$1.00 será de \$0.005 (meio centavo) para ativos cujo *spread* médio ponderado pelo tempo (*Time Weighted Average Quoted Spread*) seja igual ou inferior a \$0.015, e permanecerá em \$0.01 para os demais.²⁰³

²⁰² Definidas em 606(b)(27) como ordens especificamente instruídas para execução num determinado local.

²⁰³ Ver: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2024/09/regulation-nms-minimum-pricing-increments-access-fees-transparency-better-priced-orders>



Esta mudança impacta o sistema de execução, de forma que, a capacidade de negociar em incrementos inferiores ao *tick size* de cotação, um mecanismo essencial para oferta de melhoria de preço, deixa de ser uma vantagem competitiva exercida primariamente por *broker-dealers* no contexto da internalização. Com a permissão para que as próprias bolsas e outras plataformas de negociação (ATS) passem a catar em incrementos de meio centavo para ativos de maior liquidez, o ambiente para a melhoria de preço se torna mais competitivo. Ainda assim, a execução em frações menores continua podendo ser uma ferramenta para os internalizadores e provedores de liquidez em mecanismos de leilão (como os RLPs) diferenciarem suas ofertas de execução.

V.1.4.4 – Prioridade de execução

Ainda que também associada ao contexto de melhor execução, a Regra FINRA 5320²⁰⁴ 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.

V.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”).

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”²⁰⁵.

Em complemento, as regras da FINRA que regem as transações enviadas aos TRF²⁰⁶ estipulam que deve haver como padrão o uso de uma “*clearing*” para a liquidação

²⁰⁴ Ver: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5320>.

²⁰⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-94196 (Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle), p. 17–21.

²⁰⁶ Regras FINRA 6350A e 6350B.



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 pública²⁰⁷.

Associado a tal fato, no que se refere à possibilidade de registros de custódia em contas ônibus, o estudo da ISSA²⁰⁸ 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.

V.1.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas

Nos EUA, o principal mecanismo de proteção ao investidor em casos de **insolvência** de corretoras é o *Securities Investor Protection Corporation* (“SIPC”). Ele é acionado após a falência de um “*broker-dealer*”, cobrindo os clientes cujos ativos não puderam ser devolvidos pela massa falida. Ele **não** abrange perdas por fraudes ou má conduta do intermediário enquanto solvente, nem oscilações de mercado nos investimentos — seu objetivo é proteger contra a falta de ativos em caso de insolvência do intermediário²⁰⁹.

O SIPC não é um órgão governamental, mas sim uma corporação sem fins lucrativos criada por lei. Ele é financiado principalmente por contribuições das próprias corretoras membros, que pagam taxas anuais de associação ao SIPC. Esses recursos constituem um fundo comum utilizado para cobrir os resarcimentos quando necessário. A lei também prevê que, em casos excepcionais de insuficiência de recursos, o SIPC pode acessar linhas de crédito federais para complementar o fundo²¹⁰.

A proteção do SIPC cobre clientes das corretoras membros, incluindo pessoas naturais e jurídicas, todos tendo, em geral, direito à proteção, exceto em certos casos como *insiders* da firma ou outras corretoras atuando por conta própria.

A cobertura do SIPC aplica-se quando a corretora não consegue devolver os ativos custodiados ao cliente devido a problemas financeiros. Importante frisar novamente

²⁰⁷ 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).

²⁰⁸ INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA, Inherent Risks Within the Global Custody Chain, p. 68.

²⁰⁹ Ver: ANCORD, OF-DG-033/2024, p. 36.

²¹⁰ Ver: SIPC, The SIPC Fund. Disponível em: sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund Último acesso: 19 mar. 2025.



que o SIPC não protege contra desvalorização de investimentos ou fraudes cometidas pela corretora enquanto solvente — sua atuação se limita a casos de insolvência ou fechamento onde haja desaparecimento de ativos do cliente.²¹¹ Desta forma, se um investidor sofrer prejuízo por recomendação inadequada ou má conduta de um “*investment advisor*” com a corretora ainda em operação, o SIPC não intervém. Em casos assim, o investidor deve buscar outras vias, como a arbitragem ou ação judicial.

O limite de cobertura da SIPC é de US\$500.000 por cliente, dos quais até US\$250.000 podem ser relativos a recurso em caixa. Esse valor é aplicado por cliente por corretora, ou seja, se o mesmo investidor tiver múltiplas contas distintas, cada uma tem proteção separada²¹².

Importante ressaltar que além do SIPC, focado especificamente com insolvência, os investidores nos EUA contam com mecanismos privados de resolução de disputas e proteção jurídica. O principal deles é a arbitragem da autorreguladora mandatária FINRA. Grande parte dos contratos de abertura de conta de corretoras nos EUA possuem cláusulas de arbitragem obrigatória, de forma que eventuais reclamações por perdas ou alegações de fraude devem ser resolvidas em arbitragem administrada pela FINRA ao invés de processos judiciais comuns²¹³. Apesar de não haver garantia de recuperação total, essa arbitragem é uma forma do investidor buscar indenização por condutas impróprias da corretora ou de seus agentes.

V.1.7. 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 abaixo²¹⁴ 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.

²¹¹ Ver: INVESTOR, Investor Bulletin: SIPC Protection (Part 1: SIPC Basics). Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/investor-bulletin-sipc-protection-part-1-sipc-basics> Último acesso: 19 mar. 2025.

²¹² Ver: SIPC, Artigo 78fff-3 do Securities Investor Protection Act. Disponível em: <https://www.sipc.org/about-sipc/statute-and-rules/statute> Último acesso: 19 mar. 2025. Também encontra-se em ANCORD, OF-DG-033/2024, p. 36.

²¹³ Ver: SHUSTAK REYNOLDS & PARTNERS, P.C, Mandatory Finra Arbitration: The Beginning of the End or Another False Start? Disponível em: <https://www.shufirm.com/mandatory-finra-arbitration-the-beginning-of-the-end-or-another-false-start> Último acesso: 20 mar. 2025.

²¹⁴ Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 191.



Tabela V.1.7.1 – 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%

Fonte: SEC



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” 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 execução²¹⁵.

Por sua vez, utilizando uma classificação um pouco distinta, a consultoria Ronsenblatt²¹⁶ estima que no segundo trimestre de 2024 a distribuição do volume financeiro negociado em ações no mercado estadunidense era majoritariamente composta por bolsas (54.1%), seguidas por formadores de mercado de balcão (atacadistas) internalizando ordens de varejo (16.6%), e ATS (11.3%). Notavelmente, a participação dos atacadistas teria retrocedido desde o pico de quase 25% em 2021.

A persistente alta concentração de volume negociado nos “wholesalers” atacadistas e outros ambientes fora de bolsa, denotando a ausência do investidor de varejo dos livros de ordem visíveis tradicionais em bolsa, fez com que a SEC propusesse em 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 resumida²¹⁷, a proposta:

- Dividiria 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.
- Criaria o conceito formal de ordens segmentadas, isto é, ordens de investidores de varejo com baixa seleção adversa²¹⁸, isentando ordens fracionárias, ordens acima de USD 200k ou ordens imediatamente executadas com melhoria significativa de preço (ao “midpoint” ou melhor)²¹⁹.
- Impediria ambientes de negociação “restricted” de internalizar uma ordem segmentada antes que tal ordem seja primeiro roteada a um ambiente de “open competition”, onde estaria sujeita a um leilão com preço limite de execução, no qual os próprios “wholesalers” poderiam participar.

²¹⁵ *Ibid.*, p. 201.

²¹⁶ ROSENBLATT SECURITIES, Analysis of CVM Partial Regulatory Impact Analysis Report (AIR), p. 7.

²¹⁷ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 69-77.

²¹⁸ Pessoas naturais com menos de 40 negociações médias por dia nos últimos 6 meses.

²¹⁹ 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.



- 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-se²²⁰: 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-se²²¹: 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 autorregulador²²²; iv) permitir que qualquer “broker-dealer” seja um contratante da plataforma²²³; 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 fitas²²⁴.
- Poderia haver rebates às taxas cobradas para execução das operações em leilões, limitadas às próprias taxas (isto é, sem comissões negativas)²²⁵.
- Nos leilões, haveria prioridade de execução do tipo “preço-pessoa natural-tempo”²²⁶.

²²⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 86–90.

²²¹ *Ibid.*, p. 90–98.

²²² Numa tentativa de conferir uso à plataforma ADF da FINRA e garantir transparência pré-negociação.

²²³ Numa tentativa de ampliar o livre acesso aos ambientes de negociação.

²²⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 106–107.

²²⁵ *Ibid.*, p. 114–115.

²²⁶ *Ibid.*, p. 118.



A proposta foi criticada tanto por notórios “wholesalers”, os quais tentaram argumentar contra a qualidade técnica da AIR da SEC²²⁷, quanto pelas bolsas²²⁸, as quais não enxergaram a solução proposta como a melhor para retomar a primazia dos ambientes tradicionais de negociação. Nesse sentido, houve a retirada formal pela SEC, em 12 de junho de 2025, de um conjunto de 14 propostas de regras²²⁹, incluindo a própria *Order Competition Rule*²³⁰.

V.2. União Europeia

V.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, desde 2018, opera sob a segunda iteração das regras “Markets in Financial Instruments Directive” ou “MIFID2”²³¹, além da “European Markets in Financial Instruments Regulation” (“MIFIR”)²³² + “Regulatory Technical Standards” (“RTS”)²³³ 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).

Tal regime já passou por uma nova rodada de reavaliação e atualização. Dentre os principais pontos de interesse à temática de internalização que foram revistos: i) proibiu-se o “payment for order flow” (“PFOF”); ii) estipulou-se a introdução forçada

²²⁷ Ver nota de rodapé dedicada supra, na tabela II.3.2.1.

²²⁸ 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..

²²⁹ THE NATIONAL LAW REVIEW, SEC Formally Withdraws Fourteen Rule Proposals. Disponível em: <https://natlawreview.com/article/sec-formally-withdraws-fourteen-rule-proposals>

²³⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Order Competition Rule - Final Rule, Disponível em: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2025/06/order-competition-rule#33-11377final>

²³¹ 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>.

²³² 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>.

²³³ Conjunto de anexos técnicos para a regulação direta.



de um plano para uma fita consolidada de negociação europeia; iii) mudanças nos limites de volume para negócios sem transparência pré-negociação (“dark trading”); e iv) alterações no regime de transparência informacional de negociação de ativos “não-equity”²³⁴.

V.2.2. Ambientes de negociação permitidos

A União Europeia conta 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 autorizadas²³⁵. 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 as quais não contam com transparência pré-negociação (a ser abordado adiante) e que 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-estabelecidas²³⁶. Não podem atuar como interpostos entre compradores e vendedores nem via carteira

²³⁴ 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 Sistematic Internalisers (SI) e ambientes de negociação permitidos para ativos na UE. Ver: EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Consultation Paper Technical Standards specifying the criteria for establishing and assessing the effectiveness of investment firms' order execution policies. 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>.

²³⁵ Definições acerca dos ambientes de negociação no Artigo 4 da MIFID2.

²³⁶ Artigo 19 (1) da MIFID2 e Artigo 23 (2) da MIFIR.



própria²³⁷. Também não listam ativos, apenas atuando sobre ativos já listados em RM²³⁸.

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 ordens²³⁹; c) possuem alguma liberdade para atuar como interpostos em algumas classes de ativos, com consentimento do cliente²⁴⁰; d) podem atuar como “dealers” utilizando carteira própria para títulos públicos sem liquidez²⁴¹.

É possível um registro conjunto de RM e MTF, porém uma entidade registrada como OTF pode ser apenas OTF²⁴². 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 regulados²⁴³.

Ademais, coloca-se aqui que todos os “trading venues” estão obrigados pela Diretiva²⁴⁴ a conceder “fair access” (“livre acesso”) 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 simultaneamente²⁴⁵.

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

²³⁷ Artigo 19 (5) da MIFID2.

²³⁸ HAGSTRÖMER, Market Fragmentation in Europe, p. 4.

²³⁹ Artigo 20 (6) da MIFID2.

²⁴⁰ Artigo 20 (2) da MIFID2.

²⁴¹ Artigo 20 (3) da MIFID2.

²⁴² Artigo 20 (4) da MIFID2.

²⁴³ Artigo 20 (7) da MIFID2.

²⁴⁴ Ver item (14) do preambulo da MIFID2.

²⁴⁵ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, p.50.



transparência pré-negociação (“dark trading”), independente do ambiente de execução.

Os SI são definidos pela regulação²⁴⁶ 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 e sem carregar risco, prerrogativa essa dos “trading venues”²⁴⁷. Os SI podem negociar quaisquer ativos financeiros, sejam eles negociados em “trading venues” ou não²⁴⁸. 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, mais focados em ordens de investidores institucionais, e “Electronic Liquidity Providers” (ELPs), compostos por contrapartes europeias dos “wholesalers americanos”. Dados recentes mostram que os primeiros são predominantes em volume negociado²⁴⁹.

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

i) Obrigatório

A Regulation 2017/565²⁵⁰ 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” versus 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 ilíquidos²⁵¹, utilizada acima nos parâmetros de cálculo para cada de ativo no que concerne o enquadramento de uma entidade como SI.

²⁴⁶ Artigo 4 (1) (20) da MiFID2.

²⁴⁷ 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>.

²⁴⁸ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, p. 85.

²⁴⁹ OXERA CONSULTING LLP, **Primary and secondary equity markets in the EU**, p. 329–330. Ver ainda ROSENBLATT SECURITIES, Analysis of CVM Partial Regulatory Impact Analysis Report (AIR), p. 12–13.

²⁵⁰ Em seus artigos 12 a 17.

²⁵¹ Artigo 2 (1) (17) da MiFID2.



Dessa maneira, considerando o perfil de liquidez dos ativos:

- A definição de “*frequente*” aborda a periodicidade de negociação do ativo pela entidade.
- A 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 (no agregado de todos os ativos) e ao volume total negociado na UE para determinado ativo²⁵².

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 nacional²⁵³.

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”)

A regulamentação da União Europeia estabelece, através do Artigo 23 da MiFIR (“share trading obligation” ou “STO”), que a negociação de ações e instrumentos equivalentes deve ocorrer em mercados organizados, via internalizadores sistemáticos ou em plataformas de negociação de países consideradas como equivalentes, restringindo o uso de operações no mercado de balcão (OTC) para esses ativos.

No entanto, a MiFIR permite negociações OTC de ações em duas situações: (i) quando as ações são negociadas em um país terceiro na moeda local ou não pertencente à EEA; ou (ii) quando as negociações são feitas entre duas partes elegíveis ou entre partes profissionais e que não influenciem na descoberta de preços, como em estratégias de preço médio ponderado²⁵⁴.

²⁵² A ESMA fornece dados auxiliares para o compliance das entidades reguladas. Ver: <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

²⁵³ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics, p. 82.

²⁵⁴ Ver: OXERA CONSULTING LLP, Review of CVM report on internalisation of orders, p. 25.



V.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 os livros de ordens visíveis com a primazia no que tange o volume financeiro negociado. 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”.

V.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 continua, 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 negociar²⁵⁵, 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

²⁵⁵ Definidas no Artigo 2 (1) (33) da MIFIR.



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 2017/587²⁵⁶ (RTS1), e no caso de “não-equity”, a Regulation 2017/583²⁵⁷ (RTS2). Há ainda questões acerca da avaliação de liquidez dos ativos por parte das autoridades nacionais para efeitos de dispensa, havendo requisitos técnicos particulares na Regulation 2017/567²⁵⁸.

Acerca das dispensas propriamente ditas, **há quatro tipos possíveis para ativos caracterizados como “equity”**²⁵⁹:

1 - “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.

2 - “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 “midpoint” do “bid-ask spread” no “trading venue” de maior liquidez para o ativo²⁶⁰.

3 - “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

²⁵⁶ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0587>.

²⁵⁷ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0583>.

²⁵⁸ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0567>.

²⁵⁹ 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.

²⁶⁰ A RTS1 explicita critérios para os quais as autoridades nacionais devem calcular e disponibilizar o volume negociado relevante para comparação.



preço de referência pré-definido pelo mesmo operador; (iii) ativos sujeitos a condições distintas de um preço de mercado²⁶¹.

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 jargão, “off-book on-venue”, as quais nem sempre contribuem com o processo econômico de formação de preços²⁶².

“Single volume cap” (SVC) e “Double volume cap” (DVC)

Ainda sobre os “waivers” mencionados, o Artigo 5 da MIFIR estipulava 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 estabelecia: 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.

Em fevereiro de 2024, porém, o DVC foi substituído por um limite único de 7%, eliminando o antigo sistema. Isso significa, resumidamente, elevação do limite negociado, para um determinado ativo, utilizando *waivers*, dentro de uma mesma “trading venue”, enquanto o limite agregado negociado para o mesmo ativo foi eliminado²⁶³.

Ainda acerca do “SVC”, a Regulation 2017/577²⁶⁴ (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”.

4 - “Order Management Facility Waiver” (OMF)

²⁶¹ 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: i) 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; ii) transações de “portfolio”, onde se empacota mais de um ativo numa única cotação de preço, como numa “unit”; iii) estratégias de preço médio ponderado.

²⁶² OXERA CONSULTING LLP, **Primary and secondary equity markets in the EU**, p. 328–329.

²⁶³ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32024R0791>

²⁶⁴ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/577/oj>



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”²⁶⁵. 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 ordem²⁶⁶.

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:

5 - “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).

6 - Illiquidex

Disponível para derivativos não sujeitos à “STO” e qualquer instrumento financeiro classificado como sem mercados líquidos.

7 - “Exchange for physical” (EFP)

Ordens com propósito de conversão de derivativos e outros ativos no ativo físico subjacente.

8 - 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”.

²⁶⁵ 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.

²⁶⁶ *Ibid.*, p. 25.



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 balcão²⁶⁷.

Dessa maneira, **em se tratando de “equity” e equivalentes**, os SI são obrigados por força do Artigo 14 da MiFIR a fornecer transparência pública²⁶⁸ das suas cotações (“firm quotes”) para os ativos *líquidos* os quais negociam. Para ativos 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, os SIs estão obrigados, conforme o art. 14 do MiFIR, a divulgar publicamente cotações firmes para instrumentos financeiros líquidos até o Standard Makert Size (SMS), de acordo com os parâmetros técnicos definidos²⁶⁹. Para ordens acima do SMS, a regulamentação não exige transparência pré-negociação, permitindo que essas operações sejam realizadas sem divulgação pública prévia das cotações²⁷⁰.

Embora os SIs possam fornecer cotações firmes a partir de 10% do SMS, a obrigatoriedade de divulgação pública aplica-se somente para ordens até o limite do

²⁶⁷ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR transparency topics.

²⁶⁸ 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. É prática frequente utilizar uma média ponderada de preços no mercado “visível” como cotação disponibilizada. Ver: ANCIRD, OF-DG-033/2024, p. 41.

²⁶⁹ 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.

²⁷⁰ Ver: Regulation EU n° 600/2014. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>



SMS. Acima desse patamar, a publicação é opcional²⁷¹, o que contribui para a alta incidência prática de “dark trading” em negociações internalizadas²⁷².

Em resposta às crescentes preocupações sobre a efetividade do regime atual, a European Securities and Markets Authority (ESMA) lançou consulta pública propondo aumentar o limiar mínimo obrigatório para cotações firmes para 100% do SMS, e o limiar de transparência obrigatória para ordens de pelo menos 2 vezes o SMS²⁷³.

As cotações divulgadas, por sua vez, devem refletir “condições de mercado do momento”²⁷⁴, e 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.

Finalmente, no que abarca “não-equities”, a reforma da MIFIR, implementada pelo Regulamento 2014/791, eliminou completamente as complexas condicionantes de transparência pré-negociação para os SIs, revogando os artigos 18 e 19 daquela.

V.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

²⁷¹ Ver: Comission Delegated Regulation (EU) 201/587. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0587>

²⁷² Nesse sentido, uma análise conduzida pela AMF francesa constatou que 78% das negociações realizadas por SIs não estavam sujeitas à transparência pré-negociação, dado o uso predominante de ordens acima do SMS e demais exceções permitidas. AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Quantifying Systematic Internalisers Activity: their share in the equity market structure and role in the price discovery process.

²⁷³ Ver: EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Third consultation Package (CP 3).

²⁷⁴ “Prevailing market conditions”, de acordo com o Artigo 14 (3) da MIFIR.



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 minuto²⁷⁵. 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 lotes²⁷⁶, 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 incialmente 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.

Dessa maneira, podemos resumir o conteúdo das dispensas do regime informatacional europeu através da seguinte tabela:

²⁷⁵ 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.

²⁷⁶ Parâmetros técnicos dispostos nos Anexos da RTS1, não excedendo o final do pregão.



Tabela V.2.3.1 – Resumo das dispensas do regime informacional europeu

Tipo de ativo	Tipo de dispensa	Regime de transparéncia	
		Pré-Negociação	Pós-Negociação
Equity	Dispensas por iliquidex 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 iliquidex 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 iliquidex concedidas por autoridades nacionais.	
	Dispensas por tamanho da ordem	Isenção automática de transparéncia 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.

Fonte: Elaboração própria.

V.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. A reforma da MIFIR implementada pelo Regulamento 2024/791 estabeleceu um novo arcabouço para a criação de um CTP, instituindo um CTP único por classe de ativo (ações, títulos de dívida e derivativos), a ser selecionado pela ESMA por meio de um processo competitivo de contratação para um mandato de cinco anos.

Ou seja, no caso da UE, ainda que as CTPs estejam previstas em norma, ainda não há um CTP em operação. 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”)²⁷⁷. Considerando tal necessidade de publicação única, existe uma

²⁷⁷ Segundo a literatura, uma plataforma do grupo CBOE vem consistindo na escolha majoritária dos SI. Ver: ARAMIAN; NORDÉN, Costs and benefits of trading with stock dealers, p. 11.



previsão²⁷⁸ de hierarquia para a publicação de informações de pós-negociação, a qual sempre coloca o SI vendedor com a primazia.

V.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 contínuos²⁷⁹; (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.

²⁷⁸ Artigo 12 do RTS1 e Artigo 7 do RTS2.

²⁷⁹ Comanda-se a divulgação dos primeiros cinco níveis de profundidade para os livros de ordem contínuos.



No que abrange 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.

V.2.4. Execução de ordens por internalizadores

V.2.4.1 – Melhor execução

O conceito de melhor execução na UE é mais principiológico e 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.

Ao tratar de clientes de varejo, a regulamentação europeia enfatiza que o critério primordial de melhor execução é avaliado em termos de “custo total” da transação. Isto é, o preço do instrumento mais todos os custos de execução envolvidos, o que inclui comissões de bolsa, taxas de compensação e quaisquer outros encargos técnicos relacionados²⁸⁰.

Com base nessa regulamentação, na prática, corretoras que avaliarem que os custos de acesso não compensam os benefícios potenciais podem simplesmente optar por direcionar todo o fluxo de ordens exclusivamente a uma bolsa principal. Esse modelo contrasta com sistemas como o americano ou canadense, onde existe proteção explícita das melhores cotações exibidas contra execuções a preços inferiores. Além disso, é mais permissivo que o regime australiano (ver adiante), que adota uma abordagem híbrida, exigindo a observância do melhor preço como referência para ordens de varejo, mas aplicando critérios menos estritos ao fluxo institucional.

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.

²⁸⁰ Ver: Art. 27, MiFIR. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj/eng>



No que abrange *disclosure*, o Artigo 27(3) originalmente exigia que “trading venues” e “investment firms” publicassem relatórios periódicos sobre a qualidade da execução. A Regulation 2017/575²⁸¹ (RTS 27) detalhava essas obrigações para os venues, capturando informações sobre: i) métricas de execução clássicas após janelas diárias pré-determinadas; ii) custos e rebates aplicados; iii) probabilidade de execução; iv) qualidade de execução para diferentes tipos de sistemas de negociação. Em paralelo, a Regulation 2017/576 (RTS 28) determinava que as corretoras publicassem um relatório anual com os cinco principais locais de execução por classe de ativo.

Porém, em fevereiro de 2024, com a aprovação da Direitiva (UE) 2024/790, essas obrigações de divulgação pública foram abolidas devido ao baixo custo-benefício apurado em diversas revisões realizadas pela ESMA. A exigência de publicar os relatórios RTS 27 e RTS 28 foi formalmente revogada e não se aplica mais às empresas de investimento ou trading venues da União Europeia.

Adicionalmente, a ESMA lançou consultas públicas em 2024 para avaliar melhorias na transparência e na mitigação de conflitos de interesse. Essas consultas propuseram que as políticas de execução devem demonstrar explicitamente como as corretoras evitam conflitos ao negociar por conta própria, especialmente quando realizam internalização sistemática ou adotam práticas como Payment for Order Flow (PFOF)²⁸².

V.2.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

A revenda de fluxos de negociação (PFOF) não era vedada na UE, muito embora a ESMA considerava que ela poderia ser conflituosa e devesse ser divulgada aos clientes²⁸³. A ESMA considerou o tópico, conjuntamente com corretoras que cobram

²⁸¹ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0575> .

²⁸² Ver: EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Consultation Paper Technical Standards specifying the criteria for establishing and assessing the effectiveness of investment firms’ order execution policies.

²⁸³ A Dutch Authority for the Financial Markets (AFM), em seu site, informava que a prática era proibida em sua jurisdição. Ver: <https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2022/februari/kwaliteit-orderuitvoering-pof> .

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



“comissão zero”, como um tópico de importância para a supervisão dos reguladores nacionais, e os instou a priorizá-lo durante 2021 e 2022²⁸⁴.

Posteriormente, a prática de PFOF foi proibida na União Europeia em 2024 pelo Regulamento (EU) 2024/791, Artigo 39a²⁸⁵. Desde essa alteração, intermediários não podem mais aceitar pagamentos de originadores de ordem para direcionamento preferencial de ordens de clientes.

A regulação estabeleceu uma disposição transitória que permite aos países membros, onde o PFOF era permitido, adiar a observância dessa proibição até julho de 2026. Apenas a Alemanha optou por essa exceção, mantendo o PFOF legal até essa data limite. Desta forma, iniciativas nacionais que já visavam coibir o PFOF — a exemplo da Holanda, onde a autoridade local já havia banido essa prática — tornaram-se padrão em todo bloco, eliminando eventuais arbitragens regulatórias internas.

V.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 suas cotações públicas, quando o caso.

Em outro documento de esclarecimentos de 2017, a ESMA havia exposto sua visão de que a melhoria de preços deveria ser significativa e refletindo o regime de “tick-size” dos “trading venues”²⁸⁶. Houve então uma atualização pontual na MIFIR em

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”.

²⁸⁴ 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”.

²⁸⁵ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/791/oj/eng>

²⁸⁶ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics, p. 61.



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”.

Contudo, a partir de fevereiro de 2024, com a nova atualização da MiFIR, o Artigo 17a²⁸⁷ estipula que os SIs passaram a poder oferecer melhorias de preço que coincidam com o ponto médio do spread (“*midpoint*”), independentemente do regime padrão de “tick-size” dos trading venues. Essa mudança permite que os SIs forneçam melhorias de preço de forma mais eficiente, especialmente para ordens que anteriormente estariam limitadas por incrementos mínimos de preço.

Ou seja, conclui-se que os SI *podem* realizar melhoria de preço ao “*midpoint*”, sujeitos a cotações públicas que refletem o spread oferecido e o “tick-size” dos “trading venues”.

V.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 prerrogativa²⁸⁸.

V.2.5. Liquidação de operações

Na União Europeia, a regulação específica para centrais depositárias (Regulation 909/2014²⁸⁹, ou CSDR) prevê explicitamente, em seu Artigo 38, 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. 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

²⁸⁷ Ver: Regulation (EU) 2024/791. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32024R0791>

²⁸⁸ ROSENBLATT SECURITIES, Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão, p. 38.

²⁸⁹ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0909>.



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 2017/393²⁹⁰ e na Regulation (EU) 2017/391²⁹¹.

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 delas²⁹².

Ainda a respeito do aparato de pós-negociação tradicional na UE, é importante mencionar a existência do novo SSS fornecido pelo Eurosystem²⁹³, o “Target-2-Securities”, ou “T2S”. O T2S presta serviços para diversas CSDs europeias (ao menos 20, porém não se trata de um sistema mandatório²⁹⁴), 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.

V.2.6. Mecanismos de resarcimento de perdas

Na União Europeia há o Esquema de Compensação de Investidores, onde os países membros implementam esquemas nacionais seguindo a Diretiva 97/9/CE. Seu escopo é proteger investidores quando a “*investment firm*” enfrenta dificuldade financeira severa. Após constatada a insolvência ou situação financeira precária do intermediário, o esquema cobre as reivindicações dos investidores decorrentes da incapacidade da entidade em devolver: i) os fundos devidos ou pertencentes aos clientes em operações de investimento; ou ii) os instrumentos financeiros que pertençam aos clientes e estejam sob custódia da entidade. Resumindo: trata-se de uma proteção contra a **insolvência ou incapacidade de devolver ativos**²⁹⁵.

A Diretiva abrange tanto disponibilidades financeiras quanto “instrumentos financeiros pertencentes aos investidores” referentes a operações de investimento.

²⁹⁰ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0393>.

²⁹¹ Ver: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0391>.

²⁹² EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Report to the European Commission: CSDR Internalised Settlement, p. 8–9.

²⁹³ Ver: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/eurosystem-mission/html/index.en.html>.

²⁹⁴ De acordo com o Relatório Anual de 2022. Ver: <https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/publications/html/ecb.t2sar2022.en.html#toc17>.

²⁹⁵ Ver: Diretiva 97/9/EC, Art. 2, em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=celex:31997L0009>.



Além disso, estabelece um valor mínimo de cobertura de €20.000 por investidor, embora cada país possa fixar limites superiores²⁹⁶.

Outra questão permitida pela Diretiva é que certas categorias de investidores sejam excluídas da cobertura obrigatória, como investidores profissionais e institucionais de grande porte, sob o argumento de que têm capacidade e conhecimento para avaliar riscos de contraparte. Em suma, a proteção foca, sobretudo, nos investidores de varejo, fornecendo autonomia às jurisdições²⁹⁷.

A forma de financiamento desses fundos varia por país, pois a Diretiva deixa a cargo de cada jurisdição decidir os arranjos de organização e financiamento do esquema²⁹⁸. Em geral, porém, os esquemas europeus são financiados pelas próprias firmas, seja por contribuições prévias para formar um fundo de reserva, seja por chamadas de recurso pós-evento caso ocorra uma insolvência que exija pagamento. Alguns países adotam um modelo híbrido: mantêm um fundo acumulado por contribuições regulares das corretoras e, se uma grande quebra exceder a reserva, fazem uma cobrança adicional das instituições restantes.

V.2.7. 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 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)²⁹⁹.

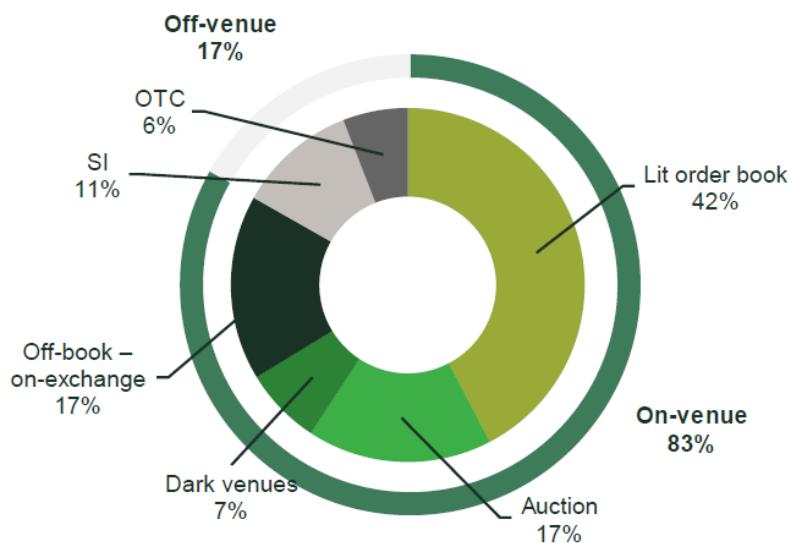
²⁹⁶ Ver: Diretiva 97/9/EC, Art. 4, parágrafo 1.

²⁹⁷ Ver: Diretiva 97/9/EC, Anexo I

²⁹⁸ Ver: Protecting investors when an investment firm fails. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/protecting-investors-when-an-investment-firm-fails.html?fromSummary=14>

²⁹⁹ OXERA CONSULTING LLP, The landscape for European equity trading and liquidity, p. 17.

Gráfico V.2.7.1: 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.

V.3. Austrália

V.3.1. Principais instrumentos legais e regulatórios

Em 2013, uma série de revisões às “Market Integrity Rules” (doravante, “MIR”) foram conduzidas pela reguladora Australian Securities & Investments Commission (ASIC), tendo em vista, dentre outros objetivos, atualizar tópicos pertinentes a internalização de ordens e negociações sem transparência pré-negociação (“dark”)³⁰⁰. 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 2017³⁰¹.

V.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

³⁰⁰ Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/dark-liquidity-and-high-frequency-trading/>.

³⁰¹ Ver: <https://www.legislation.gov.au/Details/F2023C00309>.



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 participante³⁰².

A ASIC, em um guia orientativo de suas regras³⁰³, 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 ASIC³⁰⁴ 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 ambientes de bolsa tradicionais também podem possuir sistemas próprios para a execução de ordens opacas (ver abaixo sobre “broker-preferencing”), porém operando sob as regras válidas para os mercados de bolsa³⁰⁵.

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 registro³⁰⁶. A regra 5.A.1.2

³⁰² 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.

³⁰³ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 73–74.

³⁰⁴ *Ibid.*, p. 73.

³⁰⁵ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity, p. 46–47.

³⁰⁶ Tal pedido deve conter, dentre outras informações: 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).



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 geral³⁰⁷, 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 acesso³⁰⁸; iii) outros “crossing systems” para os quais ordens são roteadas ou dos quais ordens são recebidas para execução. Por fim, a regra 5.A.2.2 estipula um conjunto de informações que devem ser fornecidas aos usuários do sistema antes da primeira negociação³⁰⁹.

V.3.3. Regime de transparência

V.3.3.1 – Transparência pré-negociação

De acordo com a regra 6.1.1 da MIR, deve haver transparência, com exceção das seguintes situações, onde enquadram-se as possibilidades de internalizar via “crossing systems”³¹⁰.

- 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 produto³¹¹. Há ainda, de acordo com a regra 6.2.2, isenções de transparência para transações de “portfolios”³¹².

- Execuções com melhoria de preço

³⁰⁷ Atualizações no website devem ser realizadas em até um dia útil da alteração nos procedimentos e comunicadas à ASIC.

³⁰⁸ 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. A despeito da ausência de livre acesso, deve haver tratamento isonômico aos participantes aceitos. Ver: *Ibid.*, p. 82.

³⁰⁹ 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.

³¹⁰ Há ainda isenções para negociações permitidas antes e após o horário padrão, porém não tão relevantes para o escopo de internalização.

³¹¹ Os valores atuais são de no mínimo AUD 200.000. Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/block-trade-tiers/>.

³¹² Havendo um valor total mínimo de AUS 5 milhões e no mínimo 10 ativos (mínimo de AUD 200.000 por ativo).



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 “*midpoint*” 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 ASIC³¹³ ainda confirma que a parcela opaca de tais ordens não possui prioridade de execução sobre as demais ordens visíveis do livro.

V.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 último³¹⁴. Operações de repasse de ordens, em seu turno, não necessitam de transparência³¹⁵.

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 mercado³¹⁶.

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.

V.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

³¹³ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 98.

³¹⁴ Regra 6.3.1, reforçado por esclarecimentos da ASIC. Ver: *Ibid.*, p. 100.

³¹⁵ Regra 6.3.1AB.

³¹⁶ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 101.



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, a ASIC não regulamenta consolidadores de dados, a despeito das obrigações existentes para 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 interessados³¹⁷.

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-negociação³¹⁸.

V.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.

V.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 governamentais 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 ASIC³¹⁹.

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

³¹⁷ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators, p. 84–85.

³¹⁸ Ver: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-supervision/australian-market-regulation-feed/>.

³¹⁹ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 172: Financial markets: Domestic and overseas operators.



títulos governamentais 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 ASIC³²⁰, 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 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”.

V.3.4. Execução de ordens por internalizadores

V.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”), de maior porte³²¹. 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 execução³²². Por fim, considera que a venda casada de serviços adicionais, tais como “research”, não deve orientar as considerações de melhor execução³²³.

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.

³²⁰ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Regulatory Guide 265: Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, p. 105–106.

³²¹ 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.

³²² *Ibid.*, p. 35–36.

³²³ *Ibid.*, p. 43.



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.

V.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 bolsa³²⁴.

V.3.4.3 – “Tick-size” e melhoria de preço

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 “*midpoint*” 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 (o qual pode 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 “*midpoint*”.

³²⁴ *Ibid.*, p. 131–134.



V.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 bolsa³²⁵.

V.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.

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 CHESS, fornecido pela central depositária do grupo ASX³²⁶.

Corroborando tais conclusões, podemos citar um estudo de 2017 da ISSA³²⁷ 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)³²⁸, passando por uma referência explícita da ASIC, no contexto da reforma regulatória de 2013³²⁹.

³²⁵ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, Report 452: Review of high-frequency trading and dark liquidity, p. 55–58.

³²⁶ “Between T+1 and T+2, participants can also instruct CHESS 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> .

³²⁷ INTERNATIONAL SECURITIES SERVICES ASSOCIATION ISSA, Inherent Risks Within the Global Custody Chain, p. 68.

³²⁸ RESERVE BANK OF AUSTRALIA, Review of Settlement Practices for Australian Equities, p. 2–3.

³²⁹ 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.



V.3.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas

A Austrália possui como fundo de ressarcimento o National Guarantee Fund (NGF), um mecanismo estabelecido por lei e que possui escopo amplo, pois, além de cobrir casos de insolvência de corretoras, também atua como garantia de proteção ao investidor.

O NGF foi formado pela união dos fundos de garantia das antigas bolsas regionais australianas e outros recursos aportados durante a criação da ASX³³⁰³³¹. O fundo, portanto, não é alimentado por contribuições recorrentes dos intermediários, funcionando como um patrimônio dedicado, cujo valor é investido e administrado pela *trustee* “SEGC”.

Com respeito ao seu escopo, o NGF oferece compensação aos clientes de intermediários nas seguintes situações principais³³²:

- (1) Quando um intermediário falha em completar uma compra ou venda de valores mobiliários - se um intermediário não entregar os títulos ou não pagar o valor devido em uma transação executada no mercado de ações, o NGF intervém para que a contraparte não sofra prejuízo financeiro;
- (2) Quando há uma transferência de valores não autorizada pelo cliente — se ativos do investidor forem movimentadas sem sua autorização, em decorrência de ação indevida do intermediário, e o investidor sofrer perda por isso, o NGF cobrirá o valor ou substituirá os ativos;
- (3) Quando o intermediário descumpre as regras de cancelamento de certificados do sistema de liquidação — se um intermediário violar as regras de registro eletrônico (isso se refere ao sistema de compensação e liquidação australiano), causando perda de propriedade ao investidor, o NGF garante a correção ou indenização;

³³⁰ Ver: SEGC, National Guarantee Fund Information Booklet, p. 4. Disponível em: <https://www.segc.com.au/files/NGF%20Information%20Booklet.pdf>

³³¹ De maneira mais específica, a base do fundo veio de uma parcela dos “fundos de fidelidade” que existiam em cada bolsa de valores, os quais foram transferidos para o NGF quando da unificação em 1987. Além disso, ao longo do tempo, foram acrescidos para o NGF os rendimentos de aplicações financeiras e juros de contas de corretoras destinados a esse fim. Ver: Attachment B: Current Compensation Mechanisms in the Financial Services Sector in Australia. Disponível em: <https://treasury.gov.au/review/review-of-compensation-for-loss-in-the-financial-services-sector/attachment-b-current-compensation-mechanisms-in-the-financial-services-sector-in-australia#>

³³² Ver: Attachment B: Current Compensation Mechanisms in the Financial Services Sector in Australia. Disponível em: <https://treasury.gov.au/review/review-of-compensation-for-loss-in-the-financial-services-sector/attachment-b-current-compensation-mechanisms-in-the-financial-services-sector-in-australia#>



Por fim, (4) quando um investidor confiou disponibilidades ou ativos a um intermediário que se torna insolvente e, por isso, não consegue devolver tais bens ao investidor.

Em suma, a NGF cobre tanto falhas algumas operacionais na liquidação e custódia de operações de mercado (itens 1 a 3) quanto a insolvência que causa prejuízo ao patrimônio do cliente (item 4), não abarcando questões de conduta como melhor execução ou *suitability*.

Uma diferença do modelo australiano a alguns modelos é que não há restrição de cobertura apenas a investidores de varejo — qualquer cliente é elegível para fazer uma reclamação ao NGF caso sua situação cumpra os requisitos de elegibilidade³³³.

O NGF, de forma diferente de outros fundos como SIPC ou CIPF, não impõe um limite fixo por cliente para a maioria das situações cobertas. Em três das quatro hipóteses mencionadas, não há teto predefinido para o pagamento — o fundo cobre integralmente a perda sofrida, ainda que seja um montante elevado. A única exceção de limite está no caso de insolvência da corretora com ativos de clientes (hipótese 4): nessa circunstância, existe um limite agregado de pagamento equivalente a 14% do montante mínimo do fundo, que corresponde, atualmente a A\$11.200.000³³⁴.

V.3.7. Tendências recentes

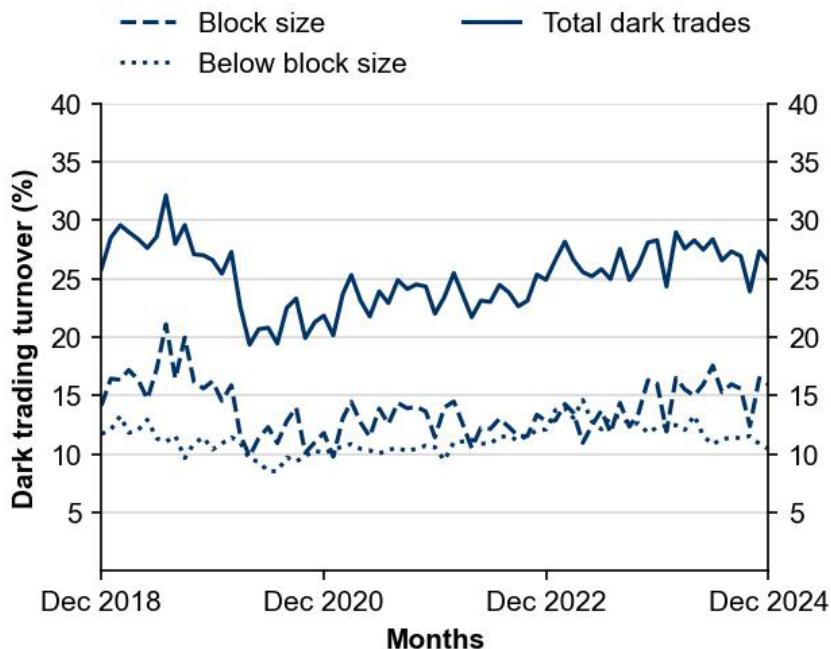
Nessa seara, dados de dezembro de 2024 fornecidos pela ASIC³³⁵ mostram que pouco mais de 25% do volume total de negociação na Austrália corresponde a negociações opacas (internalizáveis), estando igualmente divididas entre negociações de grandes lotes e negociações abaixo de tal limite, as últimas necessariamente contando com melhoria de preço (ver acima).

Gráfico V.3.7.1: Percentuais de negociação opaca no mercado australiano, conforme a ASIC

³³³ Ver: Attachment B: Current Compensation Mechanisms in the Financial Services Sector in Australia. Disponível em: <https://treasury.gov.au/review/review-of-compensation-for-loss-in-the-financial-services-sector/attachment-b-current-compensation-mechanisms-in-the-financial-services-sector-in-australia#>

³³⁴ Ver: Attachment B: Current Compensation Mechanisms in the Financial Services Sector in Australia. Disponível em: <https://treasury.gov.au/review/review-of-compensation-for-loss-in-the-financial-services-sector/attachment-b-current-compensation-mechanisms-in-the-financial-services-sector-in-australia#>

³³⁵ Ver: <https://www.asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/equity-market-data/2024/equity-market-data-for-quarter-ending-december-2024/#fig1>.



Dados da bolsa Chi-X de 2021³³⁶ 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 “*midpoint*”, em especial o sistema da ASX, tornaram-se relevantes.

V.4. Canadá

V.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)³³⁷, este existente para coordenar ações e harmonizar a regulação³³⁸.

Existem versões das regulações consideradas como sendo “nacionais” (chamadas “National Instruments”) em todas as províncias e algumas regulações consideradas

³³⁶ Ver: <https://www.marketsmedia.com/a-deep-dive-into-public-dark-pool-trading-in-australia/>.

³³⁷ Ver: <https://www.securities-administrators.ca/about/>.

³³⁸ 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”): i) National Instrument 21-101: Marketplace Operation³³⁹; ii) National Instrument 23-101: Trading Rules³⁴⁰.

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 autorreguladora³⁴¹. 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”³⁴². 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)³⁴³, as quais sempre estiveram sob a responsabilidade da IIROC e agora encontram-se sob a responsabilidade da CIRO, devendo ser aprovadas pela CSA.

³³⁹ Ver: 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>.

³⁴⁰ 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.

³⁴¹ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 7.

³⁴² Ver: <https://www.ciro.ca/news-room/publications/new-self-regulatory-organization-canada-and-canadian-investor-protection-fund-officially-launch>.

³⁴³ 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 2009³⁴⁴, 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)³⁴⁵.

Em 2015, a IIROC conduziu estudo de avaliação de resultado regulatório para as reformas de 2012³⁴⁶. Por fim, em 2019, a IIROC, em conjunto com a CSA³⁴⁷, lançou uma audiência pública conceitual para revisitá tópicos como internalização e negociação opaca, recebendo comentários e fornecendo uma devolutiva em 2020³⁴⁸, até então sem propostas adicionais de alteração normativa.

V.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 abaixo³⁴⁹. 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,

³⁴⁴ 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.

³⁴⁵ Ver: <https://www.iroc.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.iroc.ca/news-and-publications/notices-and-guidance/proposed-amendments-respecting-provision-price-improvement-dark-order>.

³⁴⁶ DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments.

³⁴⁷ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market.

³⁴⁸ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-327: Update on Internalization within the Canadian Equity Market.

³⁴⁹ 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 regulamentados³⁵⁰.

A – “Exchanges”:

A CP NI 21-101, em sua “Part 3”, torna mais claro o conceito de “exchanges”, ou ambientes 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-discretionários 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 autorregulador³⁵¹ 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 iguale o supere 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 canadense³⁵².

³⁵⁰ 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).

³⁵¹ 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.

³⁵² 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 ATS³⁵³:

- 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 para execução num “marketplace”.

V.4.3. Regime de transparência

V.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 admite negociação de ativos listados em bolsa deve fornecer informação tempestiva acerca de ofertas em seus ambientes para um processador de informações ou um “vendor” que atenda aos padrões da autorregulação (ver abaixo).

Entretanto, pode haver dispensa de tal exigência de transparência, permitindo *inserções* de ofertas opacas 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” de um determinado ativo estão automaticamente dispensados, ao passo que valores inferiores são dispensados caso somem mais de CAD 100 mil³⁵⁴. Ordens “iceberg” devem expor ao menos uma unidade padrão nos livros.

- 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

³⁵³ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 7.

³⁵⁴ 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 cliente³⁵⁵.

Na outra ponta, a execução contra uma oferta opaca só é permitida pela seção 6.6 da UMIR caso: i) haja fornecimento de melhoria de preço, em qualquer situação (ver abaixo) ou; ii) ao melhor “bid” ou ao melhor “ask”, caso a ordem agressora seja de grande lote³⁵⁶ 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 tal execução.

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 opaca³⁵⁷.

V.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.

V.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 “*vendor*”, 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

³⁵⁵ Situação na qual o “broker-dealer” possui a obrigação de obter preço tão bom ou melhor quanto possível numa execução imediata, podendo executar posteriormente a ordem contra sua carteira própria.

³⁵⁶ 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.

³⁵⁷ 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 Ontario, 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 listados³⁵⁸.

V.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 especial³⁵⁹.

V.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 transmissão³⁶⁰; 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)

³⁵⁸ Ver: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/information-processors>.

³⁵⁹ DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments, p. 11.

³⁶⁰ 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.

V.4.4. Execução de ordens por internalizadores

V.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 UMIR³⁶¹. 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 inclusas 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 regulação³⁶² proíbe os chamados “*trade-throughs*” - negociações a preço pior que os melhores “*bid*” e “*ask*” disponíveis nos feeds consolidados.

³⁶¹ INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, IIROC Notice 17-0137: Ammendments Respecting Best Execution.

³⁶² 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 regulador³⁶³.

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*”³⁶⁴.

V.4.4.2 – “Payment for order flow” (PFOF)

Segundo a CSA, a prática não é permitida no Canadá³⁶⁵, ao menos para ativos listados no Canadá³⁶⁶. A IIROC, em estudo de avaliação de resultado regulatório, afirma o mesmo³⁶⁷.

V.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.

³⁶³ 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.

³⁶⁴ Ver: <https://www.osc.ca/en/industry/market-regulation/self-regulatory-organizations-sro/investment-industry-regulatory/iiroc-rule-review/iiroc-provisions-respecting>. Conforme a CP da NI 23-101, uma “*directed order*” deve ser executada imediatamente.

³⁶⁵ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 15.

³⁶⁶ Ver: <https://piggybank.ca/investing/trading-platforms/payment-for-order-flow-canada-pfof>.

³⁶⁷ DEVANI; ANDERSON; ZHANG, Impact of the Dark Rule Amendments, p. 10.



Tal dispositivo obriga³⁶⁸ melhoria de preço na execução de ordens abaixo de 50 unidades padrão (abaixo do limiar de grandes lotes, ver acima)³⁶⁹, 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 consolidado³⁷⁰.

V.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*”³⁷¹. 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 redunda na existência de prioridade de execução para ordens visíveis a um determinado preço, no contexto de transparência pré-negociação.

V.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

³⁶⁸ Muito embora a redação da UMIR não indique obrigação (“*may execute*”), esta é a interpretação da CSA e da IIROC (CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-406: Internalization within the Canadian Equity Market, p. 9.).

³⁶⁹ Para ativos cotados abaixo de CAD 100 mil.

³⁷⁰ 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.

³⁷¹ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA, Joint CSA/IIROC 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.

V.4.6. Mecanismos de ressarcimento de perdas

O Canadá possui um mecanismo análogo ao SIPC norte-americano, chamado de Canadian Investor Protection Fund (“CIPF”). Trata-se de um fundo que cobre prejuízos de clientes causados pela **insolvência** de uma corretora membro. O fundo busca devolver os ativos aos clientes ou compensar seu valor na data da insolvência, caso esses ativos não estejam mais disponíveis. Não há cobertura para perdas que não decorram da falência³⁷².

O CIPF protege os clientes das corretoras membro (incluindo, assim como outros mecanismos de ressarcimento, residentes e não residentes do Canadá) contra a perda de seus ativos custodiados em razão da falência da instituição e, tal como o SIPC, não cobre perdas de investimento por oscilações de mercado nem fraudes ou má conduta que não estejam relacionadas à insolvência.

Seu limite padrão de cobertura é de \$1.000.000 por cliente para compensar os déficits da conta causados pela insolvência. Se o cliente tiver diferentes tipos de conta, cada categoria terá uma cobertura adicional de \$1.000.000.

Esse fundo é financiado pelo próprio setor, ou seja, pelos próprios intermediários membro. As firmas participantes contribuem para o fundo através de taxas calculadas de acordo com o tamanho e o nível de atividade³⁷³. Ele é constituído como uma organização sem fins lucrativos e não há financiamento governamental direto.

V.4.7. Tendências recentes

Dados da autorregulação³⁷⁴ 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).

³⁷² Ver: CIPF, About CIPF Coverage. Disponível em: <https://www.cipf.ca/cipf-coverage/about-cipf-coverage>

³⁷³ Ver: CIPF, CIPF Investment Dealer Member Firms. Disponível em: <https://www.cipf.ca/member-directory/current-cipf-members>

³⁷⁴ 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/IIROC Staff Notice 23-327: Update on Internalization within the Canadian Equity Market, p. 11.



Por fim³⁷⁵, 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”.

V.5. Comparativo internacional

Com base nas informações das seções anteriores, constrói-se a Tabela V.5.1 abaixo, na qual intenta-se sumarizar e comparar características relevantes referentes à internalização de ordens e infraestrutura de mercado brasileira e estrangeira:

Tabela V.5.1 – Resumo comparativo de arcabouços regulatórios acerca de internalização de ordens no Brasil versus exterior

	Jurisdição				
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Principais Instrumentos Regulatórios	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)			
	Resolução CVM 35 (CVM)	Regras no âmbito de autorregulação mandatória (FINRA)	“European Markets in Financial Instruments Regulation” - “MIFIR” (regulação direta a nível da UE)		“Universal Market Integrity Rules” (CIRO – autorregulação)
	Resolução CVM 31 (CVM)				“Rule 3100” (CIRO – autorregulação)
	Resolução BCB nº 304 (Banco Central do Brasil)		“Regulatory Technical Standards” - “RTS” (regulação auxiliar direta a nível da UE)		
	Resolução CMN nº 5.008/2022 (Banco Central do Brasil)		Outras regulações pertinentes em âmbito da EU, como CSDR.		
	Manual de Procedimentos Operacionais da B3 (Documento de administradora de mercado organizado aprovado pela CVM)				

³⁷⁵ ROSENBLATT SECURITIES, Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão, p. 30.



		Jurisdição					
Item		Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá	
Ambientes de negociação permitidos		<p>A internalização somente está autorizada a ocorrer via procedimentos específicos de negociação em mercados organizados. Atualmente, apenas as ofertas diretas e o procedimento RLP, em mercados organizados de bolsa administrados pela B3 operam como 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. 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 mercados de balcão.</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 tais participantes 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 permitidos ambientes com “broker preferencing”, sendo observadas na prática 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 para execução num “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>



Jurisdição					
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Condições para internalização	<p>A versão atual do RLP permite, além dos minicontratos futuros de Ibovespa 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 derivativos e 30% do volume de varejo para ações.</p> <p>Uma oferta "RLP" de um intermediário possui 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 ser realizada ao "bid" ou ao "ask", ou então ser direcionada 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 <i>a priori</i> dos investidores.</p> <p>As eventuais 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 refletem 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, devendo contar com melhoria relevante de preço (ao menos um tick-size ou ao "midpoint" caso o spread seja igual ao "tick-size").</p>



Jurisdição					
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Regras de transparência	<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, na prática a internalização estadunidense não conta com transparência pré-negociação.</p> <p>Existe transparência imediata pós-negociação, com os internalizadores reportando a um "TRF".</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 padrão. Entretanto, no caso de internalização via SI, há uso frequente de exceções para a transparência pré-negociação.</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 relevante (no mínimo um "tick-size" ou uma transação ao melhor "midpoint" 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.</p> <p>Nessa seara, destacam-se as seguintes dispensas de transparência: i) por grandes lotes; ii) para negócios abaixo de grandes lotes, cruzamentos não intencionais com melhoria relevante de preço (ao menos um tick-size ou ao "midpoint" caso o spread seja igual ao "tick-size").</p>
Consolidação e divulgação de informações	<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 ambiente 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.</p> <p>Há possibilidade de comercialização de dados, sendo que dados de pós-negociação devem ser divulgados gratuitamente</p>	<p>Nos EUA, atualmente*, a organização formal da consolidação de informações se dá no contexto dos "national market system plans", uma construção conjunta dos mercados regulados e da FINRA, sendo aprovados pela SEC.</p> <p>Cada plano possui o dever de contratar uma entidade definida em lei e regulação chamada "securities information processor" ("SIP"), esta responsável por consolidar e disseminar as informações.</p> <p>No que concerne negociações fora de</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>As informações de pós-negociação são as únicas a serem publicamente divulgadas para operações internalizadas. 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, 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 construirem fitas consolidadas em tempo real, para ativos listados, e de maneira</p>



Jurisdição					
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Consolidação e divulgação de informações	<p>com até 15 minutos de atraso. Dados em tempo real, por outro lado, podem ser comercializados. A CVM, embora não aprove previamente as taxas, pode determinar sua revisão para garantir que sejam razoáveis e proporcionais. As entidades administradoras devem divulgar sua política comercial, incluindo os valores cobrados.</p>	<p>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".</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 todos os mercados regulados e a FINRA em prol 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>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.</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>acerca da atividade.</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>tempestiva, para os demais ativos.</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>
Melhor execução e PFOF	<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, em se tratando de investidor não qualificado, há regulamentação específica e, deve ser considerado neste caso o desembolso total da operação. 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</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</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. Há uma diferenciação do conceito para clientes de varejo, para os quais o "custo total" é considerado o pilar.</p> <p>Após reformas em 2024, alguns dos requisitos de divulgação acerca de melhor execução foram abrandados, mantendo-se foco na divulgação das políticas de melhor execução e mecanismos</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. Já no caso de clientes de atacado, condições como velocidade e probabilidade 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, à semelhança do mercado estadunidense, o Canadá conta com uma "order protection rule", estabelecendo formalmente os limites para a melhor execução.</p> <p>Por fim, as fontes consultadas indicam</p>



	Jurisdição				
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Melhor execução e PFOF	<p>norte-americano do que do europeu.</p> <p>No Brasil, a prática não é vedada. 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>“NBBO” fornecido pelos feeds consolidados - as chamadas cotações “protegidas”.</p> <p>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 (“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>de controle de conflito de interesse.</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”), foi vedada em 2024, com provisão de saída até 2026.</p>	<p>execuções são agregadas.</p> <p>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.</p>	<p>que o PFOF é vedado no Canadá.</p> <p>Por fim, a regulação australiana possui como objetivo coibir o PFOF, vedando comissões negativas, isto é, pagamentos pelo fluxo de ordens acima da comissão recebida originalmente.</p>



Jurisdição					
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Liquidação	<p>A Resolução CVM 135 estipula que as operações realizadas em ambiente 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 ocorre para as operações de balcão que se assemelham tecnicamente a mercados de bolsa.</p> <p>Diferentemente de outros países analisados que permitem o registro dos valores mobiliários em contas ônibus de titularidade dos intermediários e custodiantes, no Brasil os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas individualizadas, conforme Leis e algumas Resoluções CVM.</p>	<p>No que tange especificamente à 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. 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 ônibus para registros de custódia.</p>	<p>Na União Europeia, a regulação prevê explicitamente que o investidor deve possuir a opção de escolha entre contas ônibus ou contas segregadas nas centrais depositárias, 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>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 CHESS, fornecido pela central depositária do grupo ASX.</p> <p>Nesse sentido, a Austrália é um exemplo de jurisdição possuindo tanto contas ônibus 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>



Jurisdição					
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
Mecanismos de resarcimento de perdas	<p>No Brasil, a Resolução CVM 135 torna o MRP é mandatório para mercados organizados de bolsa e facultativo para mercados de balcão.</p> <p>O MRP consiste num mecanismo de caráter privado, atrelado ao ambiente de negociação ao qual a negociação ocorre.</p> <p>O escopo do MRP é o mais amplo das jurisdições analisadas, incluindo questões operacionais e de conduta para os intermediários admitidos a negociação nos mercados organizados, além de liquidação extrajudicial.</p>	<p>Nos EUA, por força de lei, o SIPC protege investidores apenas contra a insolvência de intermediários, cobrindo, no máximo, US\$500.000 por conta.</p> <p>Tal fundo não cobre falhas operacionais e é financiado por taxas obrigatórias das corretoras membros.</p> <p>Há, além do SIPC, os mecanismos de arbitragem privada da FINRA para disputas entre investidores e corretoras.</p>	<p>Na UE, conforme Diretiva geral, cada jurisdição possui responsabilidade de criar um esquema de compensação que cubra insolvência de intermediários.</p> <p>O mínimo obrigatório é de €20.000 por investidor, mas alguns países oferecem valores maiores.</p> <p>O financiamento varia de país para país, mas, no geral, é feito através de contribuições dos intermediários.</p>	<p>O NGF da Austrália possui um escopo mais amplo, cobrindo tanto a insolvência quanto algumas falhas operacionais.</p> <p>Não há limite fixo para falhas operacionais, mas há um teto global de AUD 11.2 milhões para insolvência.</p> <p>É financiado por um fundo privado pré-existente, sem contribuições recorrentes das corretoras.</p>	<p>O Canadá possui o CIPF, que cobre apenas insolvência de corretoras e garante até CAD 1 mi por tipo de conta do investidor.</p> <p>O fundo é privado e financiado por taxas das corretoras membros, com supervisão dos reguladores.</p>
Tendências recentes	<p>A tendência do volume médio diário (ADV) dos negócios diretos e das operações via RLP manteve-se estável nos últimos cinco anos, registrando em 2024 valores de 1.77 e 0.07 bilhões de reais, respectivamente.</p> <p>Quando comparados ao volume médio diário total do mercado "lit" de 19.13 bilhões de reais em 2024, considerando a visão de alocação, verifica-se que essas modalidades ainda representam uma parcela pouco significativa do volume total negociado.</p>	<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 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,</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 relevante de preço).</p>



	Jurisdição				
Item	Brasil	EUA	União Europeia	Austrália	Canadá
		denotando a ausência do investidor de varejo dos livros visíveis tradicionais, fez com que a SEC propusesse em 2022 uma sensível alteração restritiva acerca das normas que regem a internalização de ordens nos EUA. Tal proposta acabou arquivada em 2025, num pacote mais amplo, incluindo uma regulação federal para questão de a melhor execução.			

Fonte: Elaboração própria.



VI. OBJETIVOS REGULATÓRIOS

A Lei 6385/76, no seu Art.4º, estipula alguns objetivos generalistas de atuação para a CVM. Tais objetivos, numa árvore de objetivos, podem ser considerados os objetivos finalísticos, aos quais submetem-se outros objetivos menos generalistas (objetivos-meio).

Considerando a prévia discussão dos problemas regulatórios, cita-se aqui diretamente os incisos do Art.4º e como a regulação poderia considerá-los, nos casos considerados aplicáveis:

- “I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;”

Nossa análise já considerou que operações internalizadas podem ser mais baratas em relação a operações em livros centrais visíveis, especialmente aos investidores de varejo, tanto no aspecto de custos explícitos de transação, bem como eventualmente em custos implícitos, conforme menores métricas de *spreads realizados* (preço de transação em relação ao midpoint do spread *cotado* no momento da ordem) ou menor métrica de impacto de preço para uma dada quantidade de ativos negociados.

Podemos considerar que unicamente em relação a esse aspecto, a regulação deveria procurar manter tão baixos quanto possíveis os custos de transação totais para os investidores, implícitos e explícitos, como forma de estímulo ao investimento no mercado de valores mobiliários.

- “II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;”



O próprio conceito de eficiência de mercado pode ensejar uma discussão rica e complexa, a qual foge do escopo desta AIR³⁷⁶. Contudo, no que tange os problemas regulatórios, podemos associar o inciso à questão da liquidez nos ambientes que utilizam livros de ofertas visíveis, em ambientes com livre acesso, onde formam-se os preços de referência utilizados pelas operações internalizadas e que influenciam as decisões de alocação de recursos de todos os participantes do mercado.

Caso a liquidez em tais ambientes sofra deterioração significativa, mensurada por exemplo através do “*bid-ask spread*” cotado, é de se esperar um mercado com menores níveis de eficiência³⁷⁷. Dessa maneira, pode-se considerar que a regulação deveria buscar manter ambientes de livre acesso contendo livros de ofertas visíveis tão líquidos quanto possíveis.

Todavia, pode haver um conflito entre este objetivo e o objetivo disposto pelo inciso I da Lei, uma vez que há possibilidade de redução de custos totais para os investidores, em especial de varejo, em troca de alguma deterioração de métricas de liquidez nos ambientes mencionados.

³⁷⁶ A CVM não possui mandato legal explícito de defesa da concorrência e esta AIR não deve ser confundida com uma análise de defesa da concorrência, tal como realizada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). É inegável que qualquer regulação possui efeitos de custo-benefício e dessa forma, ao menos em tese, poderia apresentar efeitos colaterais indesejados de barreira à entrada ou de distorção concorrencial relevante. A presente análise está atenta a eventuais efeitos concorrenciais das alternativas regulatórias, contudo, o conceito de “eficiência de mercado” aqui analisado não necessariamente está atrelada a ótica de defesa da concorrência.

³⁷⁷ Segundo definição clássica de Eugene Fama, um mercado informacionalmente eficiente é um mercado no qual os preços sempre refletem plenamente a informação disponível. Ver: FAMA, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383, 1970. Tal eficiência permite que o mercado forneça “sinais precisos para a alocação de recursos”. Ver: FAMA, Eugene F.; MILLER, Merton H., *The theory of finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston, 1972, p. 335.

Em sua classificação, Fama (1970 p.383) distingue a eficiência de mercado com base no tipo de informação refletida nos preços. Essa classificação é dividida em três níveis: (i) Eficiência Fraca: os preços correntes refletem toda a informação contida nos preços históricos; (ii) Eficiência Semiforte: os preços refletem toda a informação publicamente disponível; e (iii) Eficiência Forte: os preços refletem toda a informação, tanto pública quanto privada.

Nesse contexto, a liquidez emerge como um elemento crucial para o funcionamento eficiente dos mercados. Segundo Chordia *et al.* (2008, p. 266-267), qualquer previsibilidade dos retornos de curtíssimo prazo (indicativo de ineficiência) decorrente de fluxos de ordem desbalanceados (isto é, períodos de fluxo no qual a ponta agressora encontra-se proporcionalmente viesada a um dos lados da transação) é reduzida durante períodos de alta liquidez, independente do “*tick-size*” mínimo, devido à maior facilidade de arbitragem. Além disso, reduções no “*tick-size*” mínimo, por si só, também facilitam tal redução de ineficiência, ao tecnicamente permitirem *spreads* menores e maior precisão na precificação dos ativos. Ver: CHORDIA, T; ROLL, R; SUBRAHMANYAM, A, *Liquidity and market efficiency*☆, **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 249–268, 2008, p. 266–267.



Pode-se, em complemento, interpretar que o funcionamento “regular” dos mercados engloba um ambiente operacional e de conduta sadio, que reduz as probabilidades de erro operacional, fraude ou má conduta dos participantes, bem como o risco de perdas aos investidores acarretadas por tais situações.

Nessa seara, ao analisar as alternativas regulatórias, alguns riscos operacionais específicos e inerentes à atividade da internalização serão analisados, bem como possibilidades de mitigação as quais a regulação deveria considerar.

- “IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

(...)

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;”

Considerando a já abordada existência de conflitos de agência e de interesse que permeiam a relação de intermediação, e sua exacerbão no contexto de internalização de ordens, a regulação deve considerar sempre a existência de salvaguardas aos investidores, de maneira a mitigar os riscos incorridos pelos investidores no seu processo de investimento.

Em complemento, não é factível considerar que a consolidação de fluxo intermediado visando internalização (a qual pode ser realizada via PFOF ou via fusões e aquisições diretas) representa uma modalidade de obtenção e uso de informação material não pública, sujeita a sanção. A informação em questão encontra-se disponível, em tese, para qualquer intermediário que decida investir em sua obtenção, e é oriunda de uma miríade de decisões individuais autônomas, as quais o consolidador não consegue influenciar em sua totalidade ou maioria.

Ainda que com base na “teoria do mosaico” um consolidador de fluxo obtenha um apanhado de informações não-materiais e não-públicas em seu favor, e que haja estudos apontando evidências de que é possível aprimorar a capacidade preditiva dos preços de referência ao analisar o comportamento do fluxo agregado³⁷⁸, este participante remanescerá constrangido pelo seu dever de melhor execução, quando for o caso regulatório, e pelas leis e regras que regulamentam negociações ilícitas no mercado de capitais³⁷⁹.

³⁷⁸ Ver: BOEHMER *et al*, Tracking Retail Investor Activity, p. p.38-39.



- “VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;”

Deve-se considerar que a regulação deveria minimizar oportunidades para arbitragem regulatória, ou seja, estabelecer requisitos regulatórios próximos para atividades regulamentadas de mesma semelhança econômica, com o intuito de reduzir o chamado “*race to the bottom*” regulatório.

Além disso, pode-se considerar que a interpretação desse inciso engloba um objetivo regulatório de garantir a maior isonomia de tratamento possível de um participante regulamentado em relação aos seus clientes e potenciais clientes, considerando as particularidades que podem ser diferenciadas em relação ao modelo de negócios pretendido.

No tocante a internalização, isso pode ser associado a possibilidade de previa e explicitamente negar o livre acesso aos serviços de um determinado ambiente de negociação a um determinado perfil de clientes, característica explorada por algumas modalidades de internalizadores, conforme avaliação de práticas internacionais.

Resta claro que para este inciso, objetivos regulatórios de minimização da arbitragem regulatória e de maximização da isonomia de tratamento entre clientes, no contexto mais geral de maximização das práticas equitativas ditadas por Lei, podem conflitar com outros objetivos regulatórios mencionados acima.

Dessa forma, em conclusão, podemos construir a Tabela VI.1, consistindo numa árvore de objetivos regulatórios capaz de considerar as disposições derivadas da Lei 6385/76.

³⁷⁹ A teoria do mosaico propõe que analistas podem legalmente combinar informações publicamente disponíveis com fragmentos de informações não públicas, desde que estes últimos, individualmente, não sejam considerados "materiais" (ou seja, não teriam, isoladamente, a capacidade de influenciar o preço de um valor mobiliário ou a decisão de um investidor razoável). A análise do fluxo de ordens agregado pode ser vista sob essa ótica, onde dados individuais de ordens são considerados não materiais, e o valor analítico advém da agregação e interpretação. Essa prática analítica se difere do *insider trading*, que pressupõe a negociação com base em informação *material* e não pública, geralmente obtida de forma indevida ou por violação de um dever fiduciário, e não através da compilação e do estudo de dados dispersos e individualmente não materiais. A SEC em 1983 decidiu que negociações com base na “teoria do mosaico” não são ilegais. Ver: DAVIDOWITZ, Aaron, Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It, **Washington University Journal of Law & Policy**, v. 46, 2015.



Tabela VI.1 – Árvore de objetivos regulatórios

Objetivo regulatório finalístico (ORF)	Objetivos regulatórios meio	Problemas regulatórios associados	Pode exibir conflitos?	Referência legal
(ORF 1) - Minimização de custos totais de transação	A redução ou eliminação de restrições regulatórias referentes à internalização poderia ser uma forma de se atingir o objetivo finalístico.	PR1, PR3	Sim, com os demais ORFs.	L6385/76, Art.4º, I e III
(ORF 2) - Maximização de métricas de liquidez em livros de ofertas visíveis	A introdução ou manutenção de restrições regulatórias referentes à internalização poderia ser uma forma de se atingir o objetivo finalístico.	PR1	Sim, ORF1. com	L6385/76, Art.4º, II e III
(ORF 3) - Minimização de conflitos de agência e interesse, bem como do risco de erros operacionais, fraudes e má conduta	A introdução ou manutenção de restrições regulatórias referentes à internalização poderia ser uma forma de se atingir o objetivo finalístico. Num cenário no qual se privilegia o ORF1 e afrouxa-se restrições regulatórias à internalização, todo o arcabouço regulatório vigente e prospectivo complementar que busca mitigar <i>a priori</i> conflitos de agência e de interesse, bem como fornecer mecanismos <i>a posteriori</i> de proteção jurídica, operacional e financeira aos investidores, permite de alguma forma atingir o ORF3, ainda que sob pena de custos regulatórios.	PR4	Sim, ORF1. com	L6385/76, Art.4º, II, III e IV
(ORF 4) - Minimização de arbitragem regulatória entre participantes que executam atividades de mesma semelhança econômica	A introdução ou manutenção de restrições regulatórias referentes à internalização poderia ser uma forma de se atingir o objetivo finalístico. Num cenário no qual se privilegia o ORF1 e afrouxa-se restrições regulatórias à internalização, é necessário considerar alternativas regulatórias que possam maximizar o ORF4, ainda que sob pena de custos regulatórios.	PR2, PR4	Sim, ORF1. com	L6385/76, Art.4º, VII
(ORF 5) - Maximização da isonomia de tratamento entre participantes e seus clientes	A introdução ou manutenção de restrições regulatórias referentes à internalização poderia ser uma forma de se atingir o objetivo finalístico. Num cenário no qual se privilegia o ORF1 e afrouxa-se restrições regulatórias à internalização, é necessário considerar alternativas regulatórias que possam maximizar o ORF5, ainda que sob pena de custos regulatórios.	PR4	Sim, ORF1. com	L6385/76, Art.4º, VII

Fonte: Elaboração própria.



VII. ALTERNATIVAS REGULATÓRIAS

VII.1. Possibilidades gerais

A quantidade de alternativas regulatórias que permeiam a discussão dos problemas regulatórios e a persecução dos objetivos regulatórios conflitantes mencionados acima é grande, conforme será explicado em detalhes.

Isso porque para operacionalizar os objetivos acima, uma série de condições sob a forma de “variáveis parâmetro” (“VP”), cada delas uma podendo assumir diversos valores, tal como ilustrado pela diversidade dos exemplos internacionais, pode ser proposta em termos de *regulação*.

A quantidade de variáveis é relativamente subjetiva, podendo ser modulada a depender do detalhe do arranjo regulatório para o qual deseja-se escrutínio. Frisar certas questões já perpassadas em nossa análise podem ser alvo apenas de autorregulação ou serem alvo de escolhas puramente voluntárias, não tendo sido inclusas como alvo de escolha regulatória direta – por exemplo, regras de prioridade de execução de ordens.

Dessa maneira, será fornecido um quadro expositivo das “variáveis parâmetro” consideradas mais relevantes para discussão presente, bem como suas opções de valores, com o intuito de mapear o espectro de alternativas regulatórias a serem concretamente avaliadas nesta AIR.

Tabela VII.1.1 – Possibilidades iniciais de variáveis parâmetro e suas opções, no contexto de internalização de ordens

Variável parâmetro (VP)	Opções de valores	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
(VP 1) - Ambientes de negociação possíveis para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 1.1) Permitidas em procedimentos específicos de negociação em mercados organizados de bolsa - (VP 1.2) Permitidas em mercado de balcão organizado, considerando as 3 subopções vigentes via Resolução CVM 135: i) sistemas centralizados multilaterais (podendo contar com formadores de mercado); ii) sistemas centralizados bilaterais; iii) registro de operações previamente acordadas - (VP 1.3) Permitidas em mercado de balcão não-organizado - (VP 1.4) Permitidas em novo tipo de ambiente regulado - (VP 1.5) Não permitidas 	VP 1.1 apenas, devido a restrição de negociação simultânea em bolsa e balcão disposta na Resolução CVM 135	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4, ORF5
(VP 2) - Restrições de volume financeiro para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 2.1) Com restrições - (VP 2.2) Sem restrições 	VP 2.1, limites para volume financeiro de varejo internalizado no âmbito do RLP	ORF1, ORF2



Variável parâmetro (VP)	Opções de valores	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
(VP 3) - Melhoria de preços para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 3.1) Com requerimentos, sem permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado nas ofertas e negócios - (VP 3.2) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado apenas nos negócios - (VP 3.3) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado apenas nas ofertas - (VP 3.4) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado nas ofertas ou negócios - (VP 3.5) Sem requerimentos 	VP 3.1, com requerimento de melhoria de ao menos um <i>tick-size</i> em caso de spread aberto, e ao melhor preço no caso de spread fechado	ORF1, ORF2
(VP 4) - “Payment For Order Flow” (PFOF)	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 4.1) Com restrições - (VP 4.2) Sem restrições 	VP 4.2, sem restrições	ORF3
(VP 5) - Mecanismo de “<i>opt-in/out</i>” para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 5.1) Obrigatório - (VP 5.2) Não obrigatório 	VP 5.1, obrigatório	ORF3
(VP 6) - Transparência pré-negociação	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 6.1) Obrigatória, para o público em geral, sem exceções - (VP 6.2) Obrigatória, para o público em geral, com exceções - (VP 6.3) Obrigatória, para clientes, sem exceções - (VP 6.4) Obrigatória, para clientes, com exceções - (VP 6.5) Não obrigatória 	VP 6.5, não obrigatória	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 7) - Transparência pós-negociação	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 7.1) Divulgação imediata de operações, sem exceções, para feeds de mercado organizado de bolsa e outros arranjos existentes de consolidação de informações - (VP 7.2) Divulgação imediata de operações, com exceções, para feeds de mercado organizado de bolsa e outros arranjos existentes de consolidação de informações - (VP 7.3) Não mandatória 	VP 7.1, divulgação imediata e sem exceções	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 8) - Livre acesso aos serviços do ambiente de negociação onde ocorrem operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 8.1) Obrigatório - (VP 8.2) Não obrigatório, desde que parâmetros de recusa sejam transparentes, públicos ao mercado e aprovados pelo regulador - (VP 8.3) Não obrigatório, desde que parâmetros de recusa sejam transparentes e públicos ao mercado - (VP 8.4) Não obrigatório, sem parâmetros de recusa transparentes e públicos ao mercado 	VP 8.2, conforme parâmetros públicos divulgados e aprovados previamente à autorização do regulador para operação do mercado organizado, conforme Anexo B da Resolução CVM 135, item 9	ORF4, ORF5
(VP 9) - Fita consolidada	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 9.1) Exigência de contratação de um consolidador regulamentado por parte de ambientes de negociação obrigados a reportar informações de pré e pós-negociação 	VP 9.3, sendo que atualmente não há necessidade prática de consolidação, uma vez que o mecanismo de RLP ou grandes lotes não contam com transparência pré-	ORF1, ORF2, ORF3



Variável parâmetro (VP)	Opções de valores	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 9.2) Exigência de contratação de um consolidador não regulamentado por parte de ambientes de negociação obrigados a reportar informações de pré e pós-negociação - (VP 9.3) Sem restrições, impondo o ônus de consolidação de informações aos intermediários responsáveis pela melhor execução de ordens e que optam por conectar-se a mais de um ambiente de negociação 	<p>negociação e já são automaticamente consolidados com as divulgações de pós-trade da B3</p>	
(VP 10) - Liquidação de operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 10.1) Uso mandatório de contraparte central, própria ou contratada - (VP 10.2) Permitida liquidação bilateral de operações entre participantes 	<p>Atualmente, uma vez que a internalização é realizada em ambiente de bolsa, via RLP ou grandes lotes, é mandatório o uso de contraparte central. Entretanto, caso a internalização seja menos restrita, já é possível que no mercado de balcão organizado, via sistema centralizado e bilateral, seja utilizada a liquidação bilateral. Ou seja, as opções de parâmetro, com a regulamentação atual, se vinculam ao ambiente de execução, porém poderiam ser alteradas pela própria CVM.</p>	ORF1
(VP 11) - Uso de depositária central com conta segregada por comitente final	<p>Entende-se que o depósito centralizado é uma obrigatoriedade para a negociação em mercados organizados de bolsa e balcão organizado.</p> <p>Entende-se ainda que o arcabouço legal desses ambientes de negociação obriga o uso de conta segregada por comitente final para custódia e liquidação de operações de valores mobiliários, inexistindo alternativa regulatória. Apenas uma decisão legal/judicial poderia fornecer alternativa contrária.</p>	<p>Atualmente, uma vez que somente são permitidas operações internalizadas em ambiente de bolsa, há uso mandatório de contas individualizadas</p>	ORF1
(VP 12) - Melhor execução	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 12.1) Conceito restrito, apenas custos financeiros totais de execução, sem modulação por tipo de investidor - (VP 12.2) Conceito restrito, apenas custos financeiros totais de execução, com modulação por tipo de investidor - (VP 12.3) Conceito amplo, sem modulação por tipo de investidor - (VP 12.4) Conceito amplo, com modulação por tipo de investidor 	<p>VP 12.4, conceito amplo, com modulação por tipo de investidor.</p>	ORF1, ORF2, ORF3



Variável parâmetro (VP)	Opções de valores	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
(VP 13) - Disclosures acerca de conflitos de interesse, funcionamento do ambiente de execução e execução das ordens	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 13.1) Mandatórios - (VP 13.2) Não mandatórios 	VP 13.1, detalhes conforme Resolução CVM 135 e MPO da B3.	ORF3
(VP 14) - Modelo de autorregulação para ambientes de negociação onde permite-se internalização	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 14.1) Autorregulador único mandatório para a indústria - (VP 14.2) Autorreguladores próprios para cada ambiente de negociação, em caráter mandatório - (VP 14.3) Permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio - (VP 14.4) Autorregulador não mandatório 	VP 14.3, permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 15) - Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 15.1) MRP único mandatório para a indústria - (VP 15.2) MRPs próprios para cada ambiente de negociação, em caráter mandatório - (VP 15.3) Permissão para contratação de serviços de MRP de outra entidade administradora, ou MRP próprio - (VP 15.4) MRP não mandatório 	Uma vez que as operações internalizadas atualmente devem ser conduzidas em ambiente de bolsa, a opção VP 15.2 é determinada pela Resolução CVM 135. Contudo, ambientes de balcão organizado não são obrigados a fornecer MRP atualmente, e operações internalizadas ali conduzidas não contariam com MRP caso a regra não fosse alterada, recaindo na opção VP 15.4.	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 16) - Segregação de capital entre entidade administradora e participantes admitidos a negociar	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 16.1) Impossibilidade de participante admitido a negociação controlar entidade administradora de mercado - (VP 16.2) Possibilidade, automática ou via dispensa concedida pelo Colegiado da CVM, de participante admitido a negociação controlar entidade administradora de mercado, a depender do tipo de mercado organizado, e das salvaguardas fornecidas 	VP 16.2, sendo que para a aquisição de capital social não controlador por parte de participante admitido a negociação, em fatias maiores que 15%, há dispensa automática com contrapartidas, conforme Resolução CVM 135.	ORF3, ORF4



Fonte: Elaboração própria.

VII.2. *Sandbox* regulatório

Nas contribuições à TPS ASA/CVM nº 01/24, houve posições distintas com respeito ao uso de mecanismos de *sandbox* regulatório para teste de alterações regulatórias que concernem o tema da internalização.

Por um lado, houve participantes favoráveis³⁸⁰ ao uso do mecanismo para teste de modelos menos restritos de internalização. Por outro, esta análise concorda com um argumento trazido por outro participante³⁸¹, no sentido de que há impossibilidade de isolar os efeitos do experimento dos efeitos sobre o restante do mercado, uma vez que a lógica de internalização necessariamente afetará o funcionamento os livros de oferta visíveis em ambientes de bolsa.

Além disso, trata-se de uma eventual mudança estrutural no funcionamento dos mercados secundários, cuja necessidade de supervisão e monitoramento por parte do regulador extrapolaria o monitoramento previsto pelo Comitê de *Sandbox*, conforme Resolução CVM 29. Sendo assim, essa análise não entende razoável o uso do mecanismo de *sandbox* regulatório para teste de alternativas, em especial no que concerne a VP2.

VII.3. Triagem preliminar de alternativas

Considerando que qualquer possibilidade de alternativa regulatória envolve combinações de valores das “variáveis parâmetro” acima, faz sentido uma análise inicial com vistas a obter uma triagem preliminar, bem como uma primeira avaliação de efeitos e riscos das opções de variáveis. Essa análise preliminar, ao fornecer maiores insumos técnicos, poderá reduzir o número de alternativas consideradas plausíveis e candidatas a maior esforço de comparação.

É oportuno ainda mencionar que esta AIR analisará custos e benefícios tomando como base a metodologia da OCDE para cálculo de custos regulatórios³⁸². Este trabalho focará somente na modelagem de custos microeconômicos (custos de compliance, custos de financiamento e custos indiretos), excluindo efeitos macroeconômicos e evitando modelagem de custos de oportunidade, uma vez que os últimos podem possuir ainda maior subjetividade na modelagem.

³⁸⁰ Ver: ANBIMA, OF. DIR. 055/2024, p. 3.

³⁸¹ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 40–41.

³⁸² OECD, *OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance*, [s.l.]: OECD, 2014.



Outrossim, os custos devem computar apenas os custos prospectivos estritamente introduzidos pelas alternativas regulatórias avaliadas, não incluindo custos afundados e custos de negócio que seriam inevitáveis para obtenção de receitas no contexto da alternativa avaliada, estes a serem voluntariamente incorridos³⁸³.

VII.3.1. Ambientes de negociação possíveis para operações internalizadas

Em primeiro lugar, nota-se que as possibilidades de ambientes para operações internalizadas (VP1), com base no arcabouço regulatório atual, podem condicionar opções de outras variáveis, devido aos requisitos particulares de cada ambiente, o que será avaliado com maiores detalhes abaixo, nas variáveis específicas.

Em termos de custos e benefícios, isso significa que escolhas no âmbito dessa variável influenciam a estrutura requerida para internalizar, impactando, em última instância, a lucratividade e em decorrência o volume financeiro internalizado. Ou seja, custos e benefícios associados à essa variável incorporam os custos e benefícios de outras variáveis relacionadas.

³⁸³ O Banco Mundial explicitamente distingue custos ordinários de negócio (“business-as-usual costs”) de custos de compliance administrativos, no contexto da taxonomia da OCDE. Os primeiros consistem em custos de atividades que a despeito de estarem associadas a imposições legais ou regulatórias, provavelmente seriam incorridos na ausência da imposição. Ver: LUNDKVIST, PETTER, Petter Jonatan, *Here is your money: using the standard cost model to measure regulatory compliance costs in developing countries (English)*, Washington, DC.: The World Bank Group, 2010, p. 10.

Por exemplo, ao avaliar um cenário possível de permissão de internalização em mercado de balcão organizado, o rol de custos a serem incorridos para montagem da infraestrutura de balcão e consequente obtenção de receitas não necessariamente consiste em custo regulatório, uma vez que a regulação da estrutura de balcão precede a possibilidade de internalização, é voluntária e permite a obtenção voluntária de uma variedade de receitas. Esses custos poderiam ser considerados apenas num cenário onde alternativas menos onerosas de ambiente de negociação sejam consideradas plausíveis. Nesse sentido, a consultoria ER Desk, em manifestação conjunta com a B3, no âmbito da TPS ASA/CVM nº 01/24, suscitou as seguintes componentes de custo operacional no contexto de fragmentação de liquidez (o que pode ocorrer sem internalização): i) pagamento por acesso a dados; ii) custos de consolidação e integração de dados; iii) custos de conectividade e acesso a múltiplos ambientes de execução; iv) custos de roteamento inteligente de ordens; v) custos de execução inteligente de ordens; vi) custos de análise de qualidade de execução; vii) custos de reporte regulatório acerca de melhor execução; viii) custos de controles internos, compliance e monitoramento de melhor execução; ix) custos de supervisão regulatória. Na lógica exposta e utilizada nesta AIR, apenas os itens vii) e ix) podem ser diretamente atribuídos a fardos regulatórios, sendo os demais custos operacionais voluntários e inerentemente necessários à obtenção de receitas dentro de um ambiente competitivo no qual é necessário fornecer a melhor execução aos clientes, independentemente da complexidade do critério de melhor execução. Ver: EQUITY RESEARCH DESK, *What would be the impact of internalization in Brazil?*, p. 30.



Além disso, como a obtenção de registro de administrador de mercado em qualquer uma das modalidades possibilita ao pleiteante operar uma miríade de negócios para além da internalização de ordens, ressalva-se que apenas os custos adicionais devido à escolha de ambiente que sejam essencialmente ligados a uma operação de internalização deveriam ser computados.

Com relação as opções específicas, pode-se levar em conta que uma eventual escolha pelo *status quo*, ou seja, manter a opção VP1.1 (permissão para internalização apenas em procedimentos específicos de negociação em ambiente de bolsa), tende a impedir a competição entre ambientes de negociação distintos, o que em seu turno: i) insere num modelo integrado ao menos os custos explícitos de negociação via emolumentos; ii) impede que a competição entre ambientes alternativos possa exercer uma pressão de baixa sobre esses emolumentos; iii) impede que a competição entre ambientes alternativos gere benefícios não necessariamente quantificáveis no que tange a melhoria da experiência dos usuários e inovação no âmbito do sistema financeiro.

Logo, constata-se que as quatro primeiras opções para essa variável não necessariamente são excludentes, podendo ser admitida, em teoria, a possibilidade de ambientes múltiplos para a internalização.

Em sequência, a opção mais restritiva possível (VP 1.5) seria equivalente a inviabilizar qualquer possibilidade de internalização no Brasil, indo de encontro a todos os movimentos regulatórios recentes acerca do tema. Essa opção seria meritória apenas em caso de evidências empíricas muito fortes no sentido de custos da internalização, em especial a ponto de mostrar uma possibilidade de deterioração exacerbada de liquidez.

Adiante, corroborando opiniões da indústria nas respostas à TPS ASA/CVM, postula-se que a alternativa de permissão para internalização em *balcão não organizado* padece de diversas lacunas, dentre elas a perda de regime tributário vantajoso para investidores estrangeiros, pois não é capaz de ser considerada como “assemelhada” a uma negociação em bolsa³⁸⁴.

Outra lacuna relevante dessa opção é enfrentar a restrição preexistente para negociação fora de mercado organizado de quaisquer valores mobiliários previamente já admitidos à negociação em algum outro ambiente organizado. Tal restrição decorre da perspectiva de evitar arbitragem regulatória indesejável entre atividades de natureza econômica semelhante (objetivo regulatório ORF4), e nesse sentido pressupõe-se que o arcabouço regulatório geral dos mercados organizados é benéfico e imprescindível.

³⁸⁴ ANCIRD, OF-DG-033/2024, p. 16.



Ou seja, permitir a internalização de ordens numa estrutura de balcão não organizado seria colocá-la sob a égide de um arcabouço de caráter excepcional, sem as salvaguardas mínimas aos investidores fornecidas pela Resolução CVM 135, abrindo margem para arbitragem regulatória.

Dentro das demais possibilidades, é oportuno frisar que a opção de balcão organizado, na modalidade “registro de operações previamente realizadas”, também pode ser considerada como possuindo lacunas relevantes.

Antigamente, as operações de “registro” consistiam em uma modalidade apartada, fora do arcabouço de mercado de balcão. A inclusão dessas operações dentro do arcabouço de balcão organizado, com o advento da Resolução 135, consistiu numa opção regulatória prévia para fornecer maior segurança operacional e jurídica para esse tipo de operação.

Conforme já verificamos, a essência econômica das operações internalizadas, bem como sua complexidade, encontra-se mais próxima às demais modalidades de mercado de balcão organizado (sistemas centralizados multilaterais ou bilaterais) do que da modalidade de registro de operação prévia ou da modalidade não organizada. As operações internalizadas tendem a ser parametrizadas no momento de execução, em alguns casos com regras pré-definidas, não valendo-se de negociação prévia e acordo dos termos entre as partes.

Faz sentido, portanto, a eventual alocação da internalização dentro de alguma dessas possibilidades de ambiente de balcão já existentes, sendo desnecessária a criação de uma nova categoria de ambiente de negociação com requisitos regulatórios próprios. Conclui-se que as opções a serem avaliadas excluem as opções VP 1.3, VP 1.4, além da subopção “registro de operações previamente realizadas” da opção VP 1.2, sendo que as opções restantes não são mutuamente excludentes.

Nesse sentido, considerando as possibilidades regulatórias restantes, é implausível considerar que alguma das opções regulatórias implique por si só em algum custo regulatório específico ou novo, uma vez que a montagem de estruturas padrão de bolsa ou balcão organizado é necessária para obtenção de quaisquer receitas de negócio, inclusive com internalização de ordens. Em jargão, constitui em componente de custo operacional dos produtos vendidos, impactando a margem bruta de lucro do internalizador. Todavia, alguns requisitos específicos de tais ambientes de negociação serão avaliados abaixo como variáveis apartadas.

VII.3.2. Restrições de volume financeiro para operações internalizadas

No que tange a VP2, frisa-se que ela será alvo de uma análise detalhada em seção seguinte. Isso porque evidências que mostrem uma possibilidade de deterioração exacerbada na liquidez nos ambientes contendo livros de ordem visíveis, decorrentes do aumento do volume financeiro internalizado, podem resultar em uma recomendação regulatória em prol de restrições, as quais no cenário limite poderiam equivaler a opção VP 1.5 (restrição total da internalização).



Ou seja, a análise dessa variável perpassa a quantificação das possibilidades de alteração do “*bid-ask spread*” nominal cotado num cenário de internalização de ordens, a ser realizado abaixo em seção específica adiante.

Em linhas gerais, após extensiva análise teórica e de bibliografia empírica, espera-se que um maior volume internalizado gere como benefícios aos investidores de varejo a redução de custos *explícitos* de negociação, bem como permita aos internalizadores oferecerem a essa categoria de investidores melhorias de preço sobre o “*bid-ask spread*” nominal cotado. Entretanto, uma elevação prévia do mesmo *spread* é esperada como um custo para *todos* os investidores do mercado.

Importante pontuar que a despeito de alegações teóricas e da existência de discussão empiricamente embasada, esse trabalho **não** irá modelar outras possibilidades de benefício aos investidores oriundas da internalização, a saber: i) redução da volatilidade média dos ativos sujeitos à internalização, elevando sua relação risco-retorno esperada; ii) elevação da eficiência geral de mercado, mensurada pela redução da autocorrelação de retornos dos ativos sujeitos à internalização; iii) elevação no nível de inovação e experiência do usuário, devido a pressões competitivas entre ambientes de negociação alternativos.

Tais pontos justificariam esforço adicional de análise para e não foram considerados centrais, além de não possuírem consenso em literatura. Logo, o foco da análise acerca da necessidade de restrições sobre o volume financeiro internalizado remanescerá sobre a questão da liquidez dos ativos.

Adiante, do ponto de vista dos administradores de mercado de bolsa, restrições sobre o volume internalizado impactam o volume médio diário negociado e consequentemente o volume de receitas de emolumentos. Do ponto de vista de depositárias centrais (CSD) e *clearings* de liquidação, efeitos análogos ocorreriam sobre as receitas oriundas de taxas de pós negociação (ver detalhes acerca de tais infraestruturas adiante).

Em seu turno, os intermediários internalizadores elevariam suas receitas operacionais através da atividade de provimento de liquidez, através da captura de spread ajustada aos riscos de impacto de preço e de acúmulo direcional de posições (risco de estoque), ao passo que intermediários que atualmente obtém receitas como formadores de mercado em ambiente de bolsa veriam suas receitas operacionais reduzidas.

Importante frisar novamente que a prática da internalização de ordens, pela sua natureza econômica, possui um maior nível de riscos operacionais, de conflitos de interesse e de agência do que as operações tradicionais em ambientes contendo livros de oferta visíveis, através da atividade tradicional de intermediação.



Assim sendo, para todos os participantes do mercado, em especial investidores de varejo, alterações no volume de negociações internalizadas necessariamente trazem alterações em parâmetros de perdas operacionais recorrentes, tanto devido a falhas técnicas quanto por fraudes e má conduta dos participantes, podendo tais parâmetros serem conjuntamente influenciados por outras variáveis abaixo (como uso de MRP, autorregulação, por exemplo).

Disso decorre que em cenários sem restrições ao volume internalizado, novos custos de compliance podem ser necessários a todos os participantes, em especial aos reguladores e autorreguladores, para manutenção ou redução de tais parâmetros em relação ao *status quo*.

VII.3.3. Melhoria de preços para operações internalizadas

Com respeito a VP 3, vale ressaltar que um requerimento de melhoria mínima de preço pode ser considerado como uma proteção ao investidor, que terá sua ordem internalizada em troca de uma melhoria de preços mínima e relevante. Pode ser considerada ainda uma forma indireta não intencional de restrição ao volume financeiro internalizado, uma vez o valor mínimo exigido pode não resultar em lucratividade que faça jus ao risco de seleção adversa aferido pelo intermediário, fazendo com que o último não realize operações internalizadoras no volume que realizaria caso contrário.

Dessa maneira, um efeito de primeira ordem de alterações neste parâmetro é sobre o volume internalizado, recaindo sobre os efeitos da VP2 analisados anteriormente. Ou seja, ao fixar um parâmetro de melhoria requerida, é necessário modelar em contrapartida uma restrição ao volume financeiro internalizado, em relação ao cenário irrestrito.

Para 2023, no âmbito do RLP no mercado à vista de ações, onde há requerimentos de melhoria mínima de preço (mínimo de um “*tick-size*” – R\$ 0.01 – nos casos de *spread* aberto ou negociações ao “*bid*” ou “*ask*” no caso de *spread* fechado, sem melhoria), constatou-se que 46.4% da quantidade de ações negociadas não possuiu melhoria de preços, ao passo que caso existente, a melhoria média foi de R\$ 0.010863 sem ponderação e de R\$ 0.013295 com ponderação por quantidade de ações negociadas³⁸⁵. Utilizando a ponderação entre operações com e sem melhoria para cada par ativo-dia, e em perspectiva do “*bid-ask*” nominal observado para os devidos instrumentos negociados, nas datas correspondentes, chegamos em valores respectivos de 33% e 35.7%.

³⁸⁵ A B3, em sua manifestação, reporta uma melhoria média de 8%. Ver: BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 89. Após diligências junto a companhia, apurou-se que o impacto de 8% considera, para as ações com RLP habilitadas, os negócios melhorados (assumindo melhora de R\$ 0.01 por ativo negociado). O cálculo em percentual



Em comparação, em estudo recente para o mercado estadunidense, interpreta-se que é possível chegar a valores de 27%³⁸⁶. Todavia, os valores de melhoria de preços observados no RLP podem ser considerados diferentes dos norte-americanos devido à diferença na estrutura e tamanho de mercado. Lá, considerando os demais fatores constantes, uma competição mais intensa no mercado de intermediação pressiona os números para cima, partindo de *spreads* nominais já mais baixos em média. Por outro, como não há requerimento de melhoria mínima, a melhoria unitária e média não possui travas técnicas para ser mais baixa, ou até proforma em certos casos (o que foi alvo de críticas na AIR da SEC já citada na bilbiografia acerca de seleção adversa).

A questão do fracionamento de *tick-size* encontra-se intimamente ligada, na medida que o fracionamento permitiria uma faixa maior de preços a serem ofertados e executados por todos os participantes de mercado. O fracionamento permitiria, por exemplo, no caso de instrumentos com *spread* mínimo (“constrangidos pelo *tick-size*”, no jargão), que ofertas e negócios sejam realizados em faixas menores de apreçamento, podendo elevar o volume financeiro negociado, a velocidade de negociação e a uma redução na volatilidade do instrumento negociado.

Em tese, o fracionamento auxiliaria modelos de internalização de ordens, uma vez que o internalizador poderia especificar livre e precisamente o risco de seleção adversa. Em outras palavras, vedações ao fracionamento de *tick-size* podem gerar efeito de restrição de volume internalizado, também recaindo nos efeitos da VP2 analisados acima.

Relembra-se que já foi citada acima uma avaliação recente por parte da B3 para fracionamento do “*tick-size*” no contexto do RLP, e concluiu-se que os custos de alterações de sistema para indústria seriam relevantes. Nesse sentido, torna-se desinteressante neste momento considerar adiante qualquer opção com fracionamento *mandatório* – tal tema poderia inclusive ensejar uma análise aprofundada apartada.

consideraria o resultado financeiro da melhora (quantidade de ativos das ofertas melhoradas multiplicado por R\$ 0,01) sobre o volume financeiro total negociado em ações via RLP.

Utilizando a mesma base de dados da companhia, em contrapartida, optamos por uma abordagem mais simples e realista, uma vez que nosso objetivo é compreender alterações no “*bid-ask spread*” nominal cotado. A ponderação por quantidade de ações, ao invés de volume financeiro negociado, foi utilizada para evitar distorções acarretadas pela diferença no nível de preço das ações, o que impactaria o volume financeiro negociado.

³⁸⁶ DYHRBERG; SHKILKO; WERNER, The retail execution quality landscape, p. 16. O estudo já foi analisado em detalhes acima.



No entanto, poderia ser factível permitir *voluntariamente* alterações nesse parâmetro (fracionamento), ainda que dentro do contexto de melhorias mínimas exigidas. Isso porque o fracionamento poderia incentivar a concessão de melhoria de preço nas situações nas quais atualmente não é vantajoso (da perspectiva do internalizador) ou não exigido (negociação ao melhor preço de compra ou venda)³⁸⁷.

Nesse sentido, pode até ser proposto que os requerimentos de melhoria mínima de preço, em conjunto com impossibilidade de fracionamento de “*tick-size*”, são parcialmente responsáveis pela baixa participação do RLP no volume negociado total em ações no mercado à vista brasileiro³⁸⁸. Conforme exposto em detalhes na Tabela VIII.3.3.2 abaixo, em 2024, o volume médio diário “*lit*” em ações e instrumentos equivalentes alocado aos investidores de varejo foi estimado em R\$ 2.87 bi, contra apenas R\$ 0.035 bi em RLP, cerca de 1.2% da soma.

Considerando os dados públicos acerca do “*cap* diário”, verificou-se que o limite de 30% de volume de varejo por intermediário e por ativo, no acumulado mensal, só foi atingido em situações excepcionais, além do percentil 99, mesmo ignorando valores iguais a zero³⁸⁹.

Necessário ainda considerar que a possibilidade de fracionamento de “*tick-size*” apenas em eventuais ambientes de internalização, em conjunto com restrições em ambientes de bolsa, elevaria a possibilidade de arbitragem regulatória entre atividades de natureza econômica semelhante, indo contra o objetivo regulatório ORF 4.

Dessa forma, julga-se que todas as opções podem seguir para avaliação posterior, sem prejuízo de uma avaliação futura específica da CVM para a questão do fracionamento do “*tick-size*”, ainda mais considerando as suas implicações que transcendem o tema da internalização de ordens.

Contudo, frisa-se que ambas as restrições ao fracionamento de “*tick-size*” e os requerimentos de melhoria de preço devem, necessariamente, ensejar uma modelagem de restrição de volume de varejo internalizado, em relação a um cenário irrestrito, e que a possibilidade de fracionamento pode levar, a depender do caso, a uma melhoria unitária média menor.

VII.3.4. “Payment For Order Flow” (PFOF)

No que abarca a VP 4, verificou-se opiniões divergentes em estudos internacionais, além de experiências internacionais distintas – a UE indo em caminho restritivo, ao passo que os demais países seguem permitindo, podendo haver limitadores, como na Austrália.

³⁸⁷ Por exemplo, a SMI nota em análise que tal requerimento de melhoria mínima um *tick-size*, em conjunto com impossibilidade de fracionamento, reduz incentivos para atuação internalizadora com



Com base no que já foi analisado em termos teóricos e em literatura empírica, pode-se afirmar que a atividade de PFOF está mais atrelada ao modelo de intermediação de “wholesaling”, no qual o fluxo de varejo é canalizado via intermediários focados em captação e distribuição para outros intermediários “atacadistas” (“wholesalers”), cujo modelo de negócio está pautado em investimentos intensivos em tecnologia da informação e ganhos de escala para captura de *spread* via internalização de fluxos de negociação simétricos.

Da perspectiva de um intermediário, a partir do momento no qual a internalização de ordens deixa de ser restrita, quaisquer bases cadastrais e seu correspondente fluxo de negociação potencial passam a adquirir valor econômico em função do *spread* que pode ser capturado através do provimento de liquidez, valor esse que pode até ser superior às tradicionais receitas de corretagem e gestão de recursos.

Nesse sentido, caso haja menores restrições à internalização, porém o PFOF seja restrito, um participante de mercado que perceba valor econômico no fluxo captado por outro terá incentivos econômicos para aquisição do mesmo por outras vias, tais como operações de fusões e aquisições societárias, ao invés de adquirir apenas o ativo “fluxo de negociação” via acordos contratuais.

Tal movimento restritivo inclusive poderia ensejar implicações negativas em âmbito de competitividade sistêmica. Esse argumento, assim como o risco de retorno ou majoração de cobranças de taxas de corretagem aos investidores de varejo, foi utilizado pela SEC para justificar a manutenção do PFOF em negociações fora de ambiente de bolsa, quando de sua proposta de regra de melhor execução³⁹⁰.

Uma vez que operações de fusão e aquisição tendem a ser mais caras e complexas que acordos contratuais de venda de cadastro e fluxo de negociação apartados, a restrição ao PFOF pode de alguma maneira dificultar o modelo “wholesaler” de internalização, reduzindo o volume de negociação internalizado, novamente recaindo nos efeitos analisados pela VP2.

³⁸⁸ spread nominal de R\$ 0,02, uma vez que o internalizador necessita renunciar a metade do spread em cada uma das transações necessárias para captura. O mesmo ocorreria com um requerimento de *midpoint*, Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, p. 5–6.

³⁸⁹ Outra razão possível é a restrição do RLP às operações de lote fracionário. Em 2024, o volume financeiro alocado às pessoas naturais no mercado fracionário equivaleu a 66% do volume alocado às pessoas naturais no RLP, por exemplo.

³⁹⁰ 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/

³⁹⁰ A SEC considerou a possibilidade de restrição do PFOF concomitante manutenção de permissão ao pagamento de rebates por parte de bolsas a corretoras que direcionam fluxo. Esta prática é disseminada nos EUA, através de diferentes modelos, como pagamento por ordens agressoras (que



Por outro lado, uma vez que a prática enseja maiores conflitos de interesse e de agência, bem como maiores riscos de falhas operacionais, quaisquer benefícios os quais ela poderia trazer aos investidores de varejo necessariamente viriam acompanhadas de elevações em parâmetros de perdas operacionais recorrentes, bem como de custos de compliance específicos em relação a esta prática.

No contexto brasileiro, pode-se postular que o PFOF já foi testado no âmbito da experiência do RLP e ainda não se verificou casos graves de prejuízo aos investidores de varejo ou violações do dever de melhor execução no período regulamentado, podendo ser afirmado que os parâmetros de perdas operacionais recorrentes vêm se mantendo estáveis. Já existe, portanto, uma infraestrutura mínima de controles que pode ser considerada como um custo afundado.

Contudo, o uso de PFOF num cenário de menor restrição e maior complexidade, inclusive utilizando estruturas de mercado de balcão, necessitaria de investimentos adicionais em mecanismos de controle por parte de todos os participantes afetados, bem como levaria a uma maior pressão de alta sobre os referidos parâmetros de perda operacional recorrente. Isso porque a restrição da internalização ao uso dos procedimentos específicos de negociação em ambiente de bolsa (atual RLP), abarcados pelo já consolidado sistema PUMA da B3, tende a mitigar de maneira relevante riscos operacionais bem como o risco de não cumprimento do dever de melhor execução³⁹¹.

Em conclusão, ambas as opções regulatórias podem ser avaliadas, porém requerendo uma modelagem de restrição do volume internalizado no caso da opção VP 4.1, e uma modelagem de um adicional de perda operacional recorrente e custos de compliance no cenário da VP 4.2.

VII.3.5. Mecanismo de “*opt-in/out*” para operações internalizadas

Com relação a VP 5, considerando a necessidade de mitigar conflitos de agência e interesse, e sua já disseminada adoção devido ao *status quo*³⁹², consistindo em custo afundado, apenas a opção VP 5.2 será levada para avaliação posterior.

tomam liquidez), por ordens limite (fornecedoras de liquidez) e modelos invertidos. A SEC não fez uma análise quantitativa da alternativa. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496 (Regulation Best Execution), p. 427.

³⁹¹ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 31.

³⁹² A BSM já realizou inclusive trabalho de supervisão sobre os mecanismos, tendo identificado necessidades de melhoria. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, p. 10.



VII.3.6. Transparência pré-negociação

Internacionalmente, tende a existir uma sobreposição entre operações internalizadas e operações sem transparência pré-negociação (“*dark-trading*”), uma vez que um dos preeminentes modelos de negócio de internalização envolve o uso de operações de grandes lotes, onde o objetivo de negócio consiste em reduzir métricas de impacto de preço através de menor transparência.

No que tange a VP 6, a análise das práticas vigentes nas jurisdições estrangeiras mostrou que apenas no modelo europeu existe uma exigência de transparência pré-negociação para operações internalizadas (quando realizadas por meio dos SI). Essa exigência, por sua vez, materializa-se sob a forma de divulgação de cotações firmes para negociação de uma quantidade entre 10% e 100% do “*standard market size*” (SMS) de cada instrumento “*equity*” ou equivalente. Há ainda isenções de transparência no caso de grandes lotes (acima do SMS) e ativos ilíquidos.

A maior parte dos modelos de internalização, nas jurisdições analisadas, não exigem transparência pré-negociação, mitigando o risco de não cumprimento de melhor execução através de: i) regras para evitar “*trade-through*”, ou seja, impedimentos regulatórios à negociações com preços inferiores ao melhor preço do mercado “visível” quando do momento da inserção da ordem; ii) exigências de melhoria de preço nas operações internalizadas, em relação ao melhor preço do mercado “visível” quando do momento da inserção da ordem; iii) exigência de divulgação prévia dos critérios utilizados para computar preços de referência ou melhorias de preço para operações internalizadas – conforme exposto, há modelos operacionais de internalização que utilizam regras definidas, como execuções automáticas ao melhor “*midpoint*” visível, ou algoritmos de execução a preços médios ponderados por volume negociado ou tempo em tela.

É provável que a introdução de exigências de transparência pré-negociação para operações internalizadas, ainda que com exceções para comportar o modelo de grandes lotes, gerem custos operacionais relevantes para os intermediários no modelo “*wholesaler*”, a despeito de resultarem, a princípio, numa elevação no componente informacional disponível aos investidores de varejo e ao processo de formação de preços.

Em princípio, o intermediário que executa a ordem roteada teria que possuir sistemas para, continuamente, coletar os preços nos mercados visíveis como um parâmetro de entrada e fornecer uma cotação prévia executável como parâmetro de saída.

Em seu turno, o intermediário responsável pela interface com o investidor e que redireciona o fluxo ao intermediário executor³⁹³ teria que receber e redistribuir tal cotação, adicionando latência ao sistema, fator relevante no contexto atual de negociações em alta velocidade. O resultado poderia ser desvantajoso até mesmo ao investidor de varejo, o qual poderia obter melhor execução num contexto de negociação sem transparência pré-negociação, porém menor latência³⁹⁴.



Além disso, considerando cenários de negociação em alta velocidade, tal latência poderia introduzir risco de seleção adversa indesejado do ponto de vista do próprio intermediário executor, em relação a um cenário onde o preço de execução é determinado unicamente por ele, com base em limites pré-definidos e na informação pública mais recente possível. Tal elevação no risco de seleção adversa devido à latência, por sua vez, poderia resultar numa redução do volume internalizado, para um mesmo “*bid-ask spread*”, ou mesmo numa redução da melhoria de preço fornecida, para um mesmo volume internalizado.

É possível, portanto, que a introdução de um requerimento de transparência pré-negociação em negociações internalizadas adicione apenas custos à indústria de intermediação e custos indiretos aos investidores, via perdas devido a cotações defasadas, em troca de um ganho de eficiência informacional marginal.

Contudo, colocando em perspectiva a questão do objetivo regulatório “ORF 4”, isto é, minimização de arbitragem regulatória entre participantes que executam atividades de mesma semelhança econômica, pode-se argumentar que a transparência pré-negociação seja necessária em ambientes de balcão multilaterais que operem em semelhança a um ambiente de bolsa³⁹⁵.

Dessa forma, com base na discussão feita até aqui, apenas a opção VP 6.5 será considerada para ambientes de balcão bilateral, já prevendo que a ausência de transparência pré-negociação é necessariamente acompanhada de uma série de divulgações que orientem os demais participantes acerca dos critérios de precificação das operações internalizadas e seus conflitos de interesse (VP 13), e permitam a aferição *a posteriori* da melhor execução (VP 7).

Já no caso de ambientes de balcão multilateral, faz sentido uma exigência de dispensa regulatória quando do pedido de registro perante o regulador, com o objetivo de checagem prévia e independente da semelhança da operação proposta a operação tradicional de bolsa, a qual requer transparência. Faz sentido ainda que *no mínimo* a mesma série de divulgações que acompanha os ambientes de balcão bilateral acompanhem os ambientes multilaterais.

³⁹⁵ A consultoria Algos Hedge (p.3) sugere tal mitigador, por exemplo. Importante notar que certos ambientes multilaterais podem prescindir de transparência pré-negociação conquanto não configurem operações semelhantes a ambientes de bolsa, ou construam livros de ordem opacos para operações de grandes lotes. Uma possibilidade de opacidade fora dos grandes lotes poderia estar associada a mecanismos de leilão competitivo na plataforma multilateral, na qual a ordem internalizada poderia agredir ordens de mais de um internalizador, com base na melhoria de preço oferecida.



VII.3.7. Transparência pós-negociação

A respeito da VP 7, não há experiências internacionais que dispensem a transparência pós-negociação de operações internalizadas, sendo esta essencial para aferição da melhor execução e para a persecução dos objetivos regulatórios ORF 3.

Julga-se que na ausência da transparência pós-negociação tempestiva, o volume internalizado seria irrisório em relação a um cenário irrestrito, uma vez que seria inviável aos investidores avaliar a qualidade de execução de uma ordem. Ou seja, trata-se de um custo inerente e necessário ao procedimento, a ser suportado por intermediários e administradores de mercado que possuem interesse em aferir receitas com internalização de ordens.

Sublinha-se ainda que reguladores e autorreguladores enfrentam um adicional de custos de compliance devido à necessidade de construir, validar e monitorar a tempestividade e a qualidade das divulgações de informações padronizadas de execução, custos esses que devem ser computados num modelo integrado.

O que pode ser considerado ainda é a conveniência de haver algumas exceções ao caráter “imediato” das divulgações de operações internalizadas, tal qual no modelo europeu, no caso de operações de grandes lotes ou ativos ilíquidos. Tais exceções podem ser modeladas como gerando adicionais de custos de compliance, e necessitam ser devidamente calibradas para não ensejar em riscos para a aferição da melhor execução³⁹⁶. Assim, sendo, as opções VP 7.1 e 7.2 podem ser levadas adiante para análise mais detalhada.

VII.3.8. Livre acesso aos serviços do ambiente de negociação onde ocorrem operações internalizadas

Dentre as jurisdições analisadas, apenas no Canadá há um requerimento de livre acesso para todos os ambientes de negociação, sendo possível nas demais restringir acesso de participantes nos ambientes de negociação, seja discricionariamente ou com base em parâmetros técnicos e previamente publicizados.

Para a compreensão da VP 8, é necessário frisar que o *status quo* encontra-se regido pela Seção III do Capítulo VI da Resolução 135, em especial o Art. 83, o qual dispõe que para a admissão de um “participante” em seu ambiente de negociação, a entidade administradora de ambiente de negociação deve considerar: i) a estrutura organizacional e de controles internos do interessado; ii) os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome; iii) o atendimento às exigências previstas no regulamento aprovado por seu conselho de administração sobre a admissão, suspensão e exclusão de participantes, frisando ainda que tal regulamento é previamente aprovado pelo regulador (CVM).



Além disso, o parágrafo único do mesmo artigo enfatiza que os requisitos de admissão devem observar os princípios de igualdade de acesso, respeito à concorrência e de não discriminação de participantes em razão dos relacionamentos comerciais ou societários mantidos com a entidade administradora. Por fim, o item 9 do Anexo B da Resolução 135 fornece um campo para *disclosure* da administradora de mercado organizado acerca de tais critérios de admissão, inclusive quando de seu pedido de registro perante o regulador.

Disso decorre que o *status quo* corresponde à opção VP 8.2, ou seja, há possibilidade de restrição de acesso de determinados perfis de participantes a um ambiente de negociação, com base em critérios técnicos, públicos e previamente aprovados pelo regulador.

Num modelo onde o livre acesso é mandatório para todos os ambientes de negociação, seria esperado um volume financeiro internalizado inferior a um modelo onde tal acesso pode ser restrito – o que de fato ocorre no exemplo canadense, muito embora seu volume internalizado inferior ao estadunidense também pode ser explicado pelas exigências de melhoria de preço. Isso ocorreria porque o modelo de livre acesso tende a criar complexidades operacionais para viabilizar a segmentação de ordens necessária para a internalização.

Entretanto, uma vez em nossa modelagem há outras variáveis que poderiam conceder freios à internalização, caso tal ação seja considerada benéfica em última instância, recomenda-se que apenas o “*status quo*” (VP 8.2) seja levado à avaliação posterior.

Isto é, recomenda-se a manutenção da possibilidade de restrição de acesso aos ambientes de negociação, desde que baseada em critérios técnicos e previamente publicizados, como uma forma de mitigação do desvio do objetivo regulatório ORF5 (“maximização da isonomia de tratamento entre participantes e seus clientes”) que tal possibilidade representaria.

³⁹⁶ A BSM nos alerta acerca dos riscos que a melhor execução incorre quando há defasagem e latência no reporte de pós-negociação. Ver: BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, Norma de Supervisão BSM 10/2022, p. 16.



VII.3.9. Fita consolidada

Sobre a VP 9, já foi mencionado que a CVM tomou uma decisão regulatória no contexto do Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019, onde 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.

De fato, a experiência internacional mostra que pode ser complexo estabelecer uma fita consolidada. Na União Europeia, vimos que apesar da previsão normativa, nenhum participante privado optou por prestar o serviço conforme regulamentação, o que induziu o bloco a optar por uma introdução forçada do aparato. Nos EUA, as fitas consolidadas, sendo um projeto conjunto dos participantes regulados e dos reguladores, passam por complexas discussões acerca dos melhores parâmetros de remuneração de seus contribuintes e cobrança de seus usuários, tendo como objetivo evitar o problema regulatório de bens públicos.

Somando-se a isso, sublinha-se que o tema da fita consolidada extrapola o tema da internalização de ordens, e será algo com o qual o regulador já será confrontado em qualquer cenário de concorrência entre administradores de mercado organizado de bolsa.

Nessa perspectiva, considerando a falta de experiência recente do mercado brasileiro com um cenário de fragmentação de liquidez em múltiplos ambientes de negociação, bem como as mencionadas dificuldades observadas no exterior, parece temerário cogitar, num primeiro momento, opções que envolvam a introdução mandatória de uma fita consolidada no Brasil e a atuação preeminente do regulador nesse aspecto. Logo, apenas a opção VP 9.3 será conduzida adiante.

Nesse cenário, o dever de melhor execução dos intermediários continua válido, com o ônus de consolidação de dados recaindo sobre aqueles que desejam internalizar ordens ou fornecer serviços de execução de ordens através conexão a mais de um ambiente de negociação.

Da perspectiva sistêmica, ainda que uma fita consolidada pudesse otimizar o cumprimento e o monitoramento dos deveres de melhor execução, reduzindo riscos de perdas operacionais recorrentes, tal benefício só existe partindo da escolha voluntária dos investidores por negociação em ambientes internalizados (“*opt-in/opt-out*”, VP5) ou via intermediários decidem obter receitas executando ordens em mais de um ambiente.



Ou seja, os custos de consolidação de dados numa “fita proprietária”, tendo em vista cumprimento das obrigações regulatórias, em especial aquelas de melhor execução, podem ser considerados como parte dos custos necessários para que a operação de internalização (ou de execução de ordens em múltiplos ambientes, internalizados ou não) seja capaz de existir e gerar receitas de maneira voluntária, não consistindo em custo regulatório adicional.

Em conclusão a respeito deste aspecto, é possível que em cenários de competição entre administradoras de mercado de bolsa ou ambientes de negociação distintos, a atuação voluntária dos participantes afetados leve a uma atuação coordenada em direção a construção de uma fita consolidada nacional, conforme a curva de aprendizado é escalada, para redução de seus próprios custos de compliance.

VII.3.10. Liquidação de operações internalizadas

Aqui, é válida a importante ressalva de que com base na regulação vigente, a forma de liquidação encontra-se atrelada aos ambientes de negociação nos quais as operações internalizadas ocorreriam (VP1).

Nesse sentido, conforme Tabela VII.1.1, verifica-se que no *status quo* a liquidação por *clearing* com contraparte central (CCP) é exigida nos ambientes de bolsa e nos sistemas multilaterais de balcão organizado, ao passo que a liquidação bilateral (sem *clearing*) é permitida nos sistemas bilaterais de ambientes de balcão organizado.

O uso da contraparte central, conforme já verificado, possui benefícios a todos os participantes no sentido de redução de risco sistêmico e facilitação operacional na liquidação, reduzindo perdas operacionais recorrentes. Seu custo, por outro lado, consiste nas taxas cobradas pelas empresas provedoras do serviço – atualmente, apenas a B3 possui uma estrutura de CCP para o mercado de valores mobiliários brasileiro, verticalmente integrada.

Uma vez que a modelagem da redução do risco sistêmico seria complexa e fora do escopo dessa AIR (a verificação da necessidade de liquidação via CCP em qualquer ambiente de negociação pode consistir numa AIR em si), será considerado como premissa que seu custo ao menos equivale ao seu benefício, orientando o foco da análise em compreender o quanto sua exigência (ausência) adicionaria de custos (riscos) em qualquer cenário escolhido.

Em conclusão acerca deste aspecto, em qualquer cenário não restritivo, onde estruturas não verticalmente integradas são utilizadas, é necessário considerar um acréscimo de custos de compliance ao regulador (em termos de conduta e prudencialmente) para supervisionar a liquidação, em especial a liquidação bilateral, a qual tende a possuir maiores riscos sistêmicos.



VII.3.11. Uso de depositária central com conta segregada por comitente final

Já sobre a VP 11, entende-se que o depósito centralizado é uma obrigatoriedade para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de bolsa e balcão organizado. Em complemento, conforme já exposto, entende-se que o arcabouço **legal** referente a tais ambientes de negociação obriga, no contexto do depósito centralizado, o uso de conta segregada por comitente final para custódia e liquidação de operações de valores mobiliários, inexistindo alternativa regulatória.

Nesse sentido, apenas uma decisão legal/judicial fora do controle do regulador poderia fornecer possibilidade de alternativa regulatória contrária. Logo, ao ser um custo dado por legislação, ele encontra-se fora do escopo modelado por esta AIR.

Também não é escopo desta AIR investigar se eventuais inovações tecnológicas, tais como *“distributed ledger technology”* (“DLT”), modificarão o *status quo* e criarião alternativas regulatórias satisfatórias.

Afirma-se ainda que as taxas atualmente cobradas pela B3 consistem em custos explícitos aos investidores e são fundamentadas em última instância por alocações proprietárias, podendo a administradora realocar valores entre taxas de negociação e pós-negociação (liquidação), bem como realocar valores dentro de cada componente.

Assim sendo, uma modelagem integrada pode considerar diversos cenários para as alocações de taxa da B3, em relação ao *status quo*, mesmo com a ausência de alternativas regulatórias neste quesito.

Em conclusão acerca deste aspecto, em qualquer cenário não restritivo, onde estruturas não verticalmente integradas são utilizadas, é necessário considerar um acréscimo de custos de compliance ao regulador, em especial para monitorar protocolos de interoperabilidade de centrais depositárias, caso necessário.

VII.3.12. Melhor execução

No que concerne a VP 12, a CVM já tomou decisão regulatória em 2022 a respeito do dever de melhor execução, no contexto do Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019 e das alterações trazidas pela Resolução CVM 135. A escolha regulatória foi pela opção VP 12.4, a qual, para investidores de varejo, tende a ser mais objetiva e protetiva, à semelhança dos EUA, e abrange aspectos mais complexos para os demais investidores, tal como na Europa.



Julga-se que em face de uma análise pormenorizada recente, não faz sentido conduzir alternativas adicionais para avaliação neste momento. Pode-se assumir que seus custos ao menos igualam seus benefícios, no sentido de que se não houvesse requerimentos formais de melhor execução como mecanismo de proteção aos investidores, o volume internalizado seria inferior ao observado na sua presença, ou que os parâmetros de perdas operacionais recorrentes seriam necessariamente maiores para um mesmo volume internalizado.

Contudo, deve-se levar em conta que num cenário de menores restrições à internalização (VP2), em especial acompanhada de em escolhas menos restritivas a respeito dos ambientes de negociação permitidos para operações internalizadas (VP1), os custos de compliance seriam maiores em relação ao patamar atual para todos os participantes envolvidos, em especial para reguladores e autorreguladores.

Dessa forma, considerando ausência de opções regulatórias plausíveis no momento, o foco consistirá na estimação dos custos de compliance.

VIII.3.13. *Disclosures* acerca de conflitos de interesse, funcionamento de ambientes de execução e melhor execução das ordens

Em seu turno, a VP 13 consiste numa variável que possibilita a introdução de mitigadores aos conflitos de interesse e agência inerentes à atividade de intermediação e exacerbados com a internalização de ordens, através da redução de assimetrias informacionais, em linha com o objetivo regulatório ORF3. Tais divulgações permitem aos investidores avaliarem e compararem a execução de ordens em diversos ambientes, bem como avaliar os riscos operacionais e de conflito de interesse e agência aos quais podem estar expostos ao escolherem negociar num determinado ambiente.

Tanto os EUA como a UE possuem arcabouços de *disclosure* para os tópicos mencionados, algo já parcialmente adaptado no Brasil no contexto da Resolução 135 e do RLP. Nesse sentido, é possível argumentar que a opção VP 13.1 consiste em alinhamento às boas práticas internacionais e numa introdução indispensável de custos regulatórios, no sentido de que se não houvesse requerimentos formais de *disclosure* num cenário de menores restrições à internalização, ou o volume internalizado seria inferior àquele verificado em sua presença, ou os parâmetros de perdas operacionais recorrentes seriam necessariamente maiores para um mesmo volume internalizado.

Sendo assim, apenas a VP 13.1 será conduzida adiante, e o foco consistirá na estimação de tais custos, sendo estes impostos por regulação, porém inevitáveis.



VII.3.14. Modelo de autorregulação para ambientes de negociação onde permite-se internalização

Com respeito à VP 14, à semelhança da VP 12, já houve decisão regulatória recente fruto de análise pormenorizada no contexto do Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019 e das alterações trazidas pela Resolução CVM 135. Conforme consubstanciado no Capítulo V da Resolução CVM 135, a opção VP 14.3 foi adotada, exigindo uma estrutura de autorregulação própria ou contratada (a qual pode ser compartilhada com outro participante regulamentado) para qualquer entidade administradora de mercado organizado.

Considerando que as opções VP 1.3 e 1.4 já foram descartadas e eventuais operações internalizadas deverão fazer parte ou de ambientes de bolsa (*status quo*) ou de balcão organizado, decorre que não faz sentido considerar no momento opções distintas da VP 14.3. Ou seja, dado esse cenário, pode-se assumir que os custos ao menos igualam os benefícios de introdução da autorregulação³⁹⁷, devendo a análise focar na mensuração dos custos.

Outro ponto importante versa acerca dos requisitos de independência da atuação do autorregulador, dispostos no Art. 48 da Resolução CVM 135. Entidades representativas de classe, as quais possuem como objetivo defender interesses comerciais e econômicos de seus associados, podem ser considerados como conflitadas nos termos dos incisos III e IV do § 1º do referido artigo, não sendo apropriadas para constituição de autorregulação.

Nesse aspecto em especial, vale a pena constatar que nem todos os custos da autorregulação se vinculam a questão da internalização, uma vez que qualquer atividade de mercado de bolsa ou balcão organizado, por força da regulamentação prévia, já utilizaria o dispositivo. Dessa maneira, apenas custos de autorregulação incorridos especificamente em relação a atividades de internalização é que deveriam ser computadas num modelo integrado.

Outro ponto que poderá ser explorado com maiores detalhes é que havendo deslocamento de volume negociado do ambiente de bolsa para eventuais ambientes de balcão com internalização, a estrutura de autorregulação atualmente exigida nos ambientes de bolsa pode eventualmente ser reduzida em algum montante, compensando parcialmente os aumentos de custo em outro ambiente de autorregulação.

³⁹⁷ Novamente, pode ser assumido que num contexto menos restritivo, na ausência de autorregulação, o volume internalizado seria inferior àquele verificado em sua presença, ou que para um determinado volume internalizado, os benefícios consistem numa redução nos parâmetros de perdas operacionais recorrentes.



VII.3.15. Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) para operações internalizadas

No que abrange a VP 15, o *status quo* considera que nos ambientes de balcão a introdução de um Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) é *facultativa* por parte das entidades administradoras de mercado. Por outro lado, devido ao fato de que a internalização atualmente é permitida unicamente em procedimentos específicos de negociação em ambientes de bolsa, ela já conta com respaldo de MRP. Ou seja, na prática, ela consiste na opção VP 15.3, uma vez que a Seção IV do Capítulo VIII da Resolução 135 não permite a contratação de MRP gerido por outra entidade administradora de mercado organizado.

Entretanto, é imperativo considerar que a decisão regulatória de 2022, consubstanciada na Resolução CVM 135, não previa um eventual cenário com menos restrições à internalização de ordens. Considerando que eventuais cenários menos restritivos estão mais propensos a elevação em parâmetros de perda operacional recorrente, devido a maior a complexidade operacional e maiores níveis de conflito de interesse e agência, em especial na presença do modelo “*wholesaler + PFOF*”, não é adequado tomar como premissa que o *status quo* é a melhor opção regulatória.

Nessa lógica, pode ser oportuno contar com um MRP, se não para toda e qualquer operação cursada em mercado de balcão organizado (caso a internalização seja ali permitida), ao menos para as operações cursadas envolvendo ativos que também se encontram admitidos à negociação em algum ambiente de bolsa, como forma de proteção aos investidores (em linha com objetivo regulatório ORF3) e para evitar arbitragem regulatória (em linha com objetivo regulatório ORF4).

Além disso, pode-se considerar que os custos de agência para coordenar a adesão mandatória de todos os intermediários a um mecanismo de ressarcimento único podem não ser vantajosos, assim como para o mecanismo de autorregulação. Logo, todas as opções da VP 15 podem ser admitidas para avaliação posterior, exceto a opção VP 15.1.

Num cenário menos restritivo à internalização, o dimensionamento dos mecanismos de ressarcimento pode mostrar-se mais complexo e custoso. Em primeiro lugar, em termos de benefícios aos investidores, podemos considerar que a introdução do mecanismo fornece segurança aos investidores, elevando o percentual de ordens internalizadas em relação a sua ausência.



Em segundo lugar, o uso de mecanismos de ressarcimento fornece benefícios aos investidores sob a forma de recuperação de um determinado montante das perdas operacionais recorrentes, inerentes e majoradas a um cenário de internalização menos restritivo. Ou seja, para manter um determinado nível de proteção aos investidores (benefícios), os mecanismos de ressarcimento deverão possuir um orçamento maior, algo que em última instância poderia acarretar custos adicionais aos intermediários e seus grupos econômicos³⁹⁸.

Em termos de custos, assim como no caso da autorregulação, apenas o acréscimo de custos oriundos da execução das atividades de internalização deve ser considerado, uma vez que a obtenção de eventual registro como administrador de mercado de bolsa ou balcão permite ao pleiteante realizar outras atividades econômicas voluntariamente, as quais também representam centros de custo ao mecanismo de ressarcimento.

VII.3.16. Segregação de capital entre entidade administradora e participantes admitidos a negociar

Finalmente, acerca da VP 16, temos que as restrições presentes na Resolução 135, ao exigir aprovação prévia da CVM para aquisição de capital social não controlador e ao vedar o controle de entidades administradoras de mercado por parte de participantes autorizados a negociar, exceto em caso de dispensa do Colegiado, poderiam dificultar o estabelecimento de modelos de internalização nos quais um ambiente de negociação é controlado e administrado pelo mesmo grupo econômico do participante que opera nas plataformas como internalizador.

Tal restrição é concebida com o objetivo de reduzir os conflitos de interesse e agência que podem existir com a atuação dual do grupo econômico do participante, o qual em um momento controla ou define regras do ambiente de negociação, e em outro negocia no mesmo ambiente, como um agente de investidores ou via carteira própria (principal).

Por outro lado, é possível considerar que certos modelos de internalização, como aqueles de “*wholesaling-PFOF*”, fazem mais sentido em ambientes onde o grupo econômico do participante internalizador controla ou administra o ambiente e é contraparte disponível para negociação. Dessa maneira, caso haja impedimentos a essa atuação dual, pode ser concebido um volume financeiro internalizado inferior àquele observado na ausência de tal restrição.

³⁹⁸ Pode haver redimensionamento de custos e valores resarcidos entre mecanismos, porém, devido ao aumento de conflitos de interesse e agência e aos custos fixos que envolvem os mecanismos, espera-se uma alta de custos em termos líquidos.



A despeito da possibilidade de contrapartidas de mitigação de riscos³⁹⁹, como no caso atual de aquisição de capital não controlador, o maior nível de conflitos de interesse e agência inerente a essa atuação dual pode ser modelado como um custo aos investidores via um acréscimo nas perdas operacionais recorrentes, em relação a um cenário de impossibilidade de atuação dual. Isso também requer inserção na modelagem de um acréscimo nos custos de compliance do lado do regulador e autorreguladores, para a manutenção de um mesmo parâmetro de perdas operacionais recorrentes.

Coloca-se ainda que nas jurisdições internacionais analisadas, tal restrição não costuma estar presente, sendo que apenas na União Europeia há regras que se assemelham⁴⁰⁰. Além disso, regras de transparência acerca do controle societário dos administradores de mercado e participantes admitidos a negociação são o mecanismo padrão de mitigação de riscos⁴⁰¹.

Assim sendo, considerando o *trade-off* relevante envolvido na situação, julga-se adequado introduzir todas as opções da VP 16 para análise mais detalhada posterior.

VII.3.17. Possibilidades depuradas de variável parâmetro

A partir desse raciocínio, a Tabela VII.3.17.1 pode ser fornecida, apenas com as alternativas que serão de fato avaliadas em maior detalhe e comparadas.

³⁹⁹ Nesse sentido, vimos que a regulamentação vigente já elencou uma série de contrapartidas que podem ser fornecidas, no caso de autorização de aquisição de capital social não controlador, ou no caso de dispensa de autorização para aquisição de capital controlador, para o mercado de balcão organizado.

⁴⁰⁰ O Artigo 46 da MiFID II confere autoridade aos reguladores nacionais para vedar alterações de controle ou influência significativa no quadro acionário dos “regulated markets” (bolsas e equivalentes) caso haja riscos à percepção de integridade do mercado. Além disso o Artigo 10 confere autoridade aos reguladores nacionais para intervenções no quadro societário de “MTFs” e “OTF’s” pela mesma razão. Os artigos 9, 45 e 63 da MiFID2, em seu turno, fornecem imposições de governança e segregação de funções dentro das “investment firms”, porém sem dispor acerca de requerimentos de controle societário. O preâmbulo da MiFIR, em seu turno, veda atuação simultânea no grupo econômico como SI e MTF/OTF, o que não necessariamente equivale ao caso em tela.

⁴⁰¹ O mecanismo padrão consiste, em suma, na prática regulatória de exigir a divulgação de informações sobre conflitos de interesse e práticas de execução, ao invés de proibir que um mesmo grupo controle o intermediário e o ambiente de negociação. Esta abordagem é vista na União Europeia, em que a MiFID II exige a divulgação da natureza e das fontes dos conflitos que não podem ser evitados. Na Austrália, isso é visto com a recomendação da ASIC para a divulgação de incentivos recebidos. O objetivo é assegurar o dever da melhor execução através do monitoramento dos intermediários através de clientes e reguladores. Ver: LUCIANA DIAS ADVOGADOS, Nota Técnica - Internalização de Ordens e Conflito de Interesses dos Intermediários, p. 28 e 63..



Tabela VII 3.17.1 – Possibilidades depuradas de variáveis parâmetro e suas opções, no contexto de internalização de ordens

Variável parâmetro (VP)	Opções	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
(VP 1) - Ambientes de negociação possíveis para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 1.1) Permitidas em procedimentos específicos de negociação em mercados organizados de bolsa - (VP 1.2) Permitidas em mercado de balcão organizado, considerando 2 subopções vigentes via Resolução CVM 135: i) sistemas centralizados multilaterais (podendo contar com formadores de mercado); ii) sistemas centralizados bilaterais - (VP 1.5) Não permitidas 	VP 1.1 apenas	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4, ORF5
(VP 2) - Restrições de volume financeiro para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 2.1) Com restrições - (VP 2.2) Sem restrições 	VP 2.1, limites para volume financeiro de varejo internalizado	ORF1, ORF2
(VP 3) - Melhoria de preços para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 3.1) Com requerimentos, sem permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado nas ofertas e negócios - (VP 3.2) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado apenas nos negócios - (VP 3.3) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado apenas nas ofertas - (VP 3.4) Com requerimentos, com permissão de “<i>tick-size</i>” fracionado nas ofertas ou negócios - (VP 3.5) Sem requerimentos 	VP 3.1, com requerimento de melhoria de ao menos um <i>tick-size</i> em caso de spread aberto, e de negociação ao melhor preço no caso de spread fechado	ORF1, ORF2
(VP 4) - “Payment For Order Flow” (PFOF)	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 4.1) Com restrições - (VP 4.2) Sem restrições 	VP 4.2, sem restrições	ORF3
(VP 5) - Mecanismo de “<i>opt-in/out</i>” para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 5.1) Obrigatório 	VP 5.1, obrigatório	ORF3
(VP 6) - Transparência pré-negociação	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 6.5) Não obrigatória para ambientes de balcão bilateral, requer dispensa do regulador para ambientes multilaterais 	VP 6.5, não obrigatória	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 7) - Transparência pós-negociação	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 7.1) Divulgação imediata de operações, sem exceções, para feeds de mercado organizado de bolsa e outros arranjos existentes de consolidação de informações - (VP 7.2) Divulgação imediata de operações, com exceções, para feeds de mercado organizado de bolsa e outros arranjos existentes de consolidação de informações 	VP 7.1, divulgação imediata e sem exceções	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 8) - Livre acesso aos serviços do ambiente de negociação	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 8.2) Não obrigatório, desde que parâmetros de recusa sejam transparentes, públicos ao mercado e aprovados pelo regulador 	VP 8.2, conforme parâmetros públicos divulgados e aprovados previamente à autorização do regulador para	ORF4, ORF5



Variável parâmetro (VP)	Opções	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
		operação do mercado organizado, conforme Anexo B da Resolução CVM 135, item 9	
(VP 9) - Fita consolidada	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 9.3) Sem restrições, impondo o ônus de consolidação de informações aos intermediários responsáveis pela melhor execução de ordens e que optam por conectar-se a mais de um ambiente de negociação 	<p>VP 9.3, sendo que atualmente não há necessidade prática de consolidação, uma vez que o mecanismo de RLP ou grandes lotes já são automaticamente consolidados com as divulgações de pós-trade da B3</p>	ORF1, ORF2, ORF3
(VP 10) - Liquidação de operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 10.1) Uso mandatório de contraparte central, própria ou contratada - (VP 10.2) Permitida liquidação bilateral de operações entre participantes 	<p>Atualmente, uma vez que a internalização é realizada em ambiente de bolsa, via RLP ou grandes lotes, é mandatório o uso de contraparte central. Entretanto, caso a internalização seja menos restrita, já é possível que no mercado de balcão organizado, via sistema centralizado e bilateral, seja utilizada a liquidação bilateral. Ou seja, as opções de parâmetro, com a regulamentação atual, se vinculam ao ambiente de execução, porém poderiam ser alteradas pela própria CVM.</p>	ORF1
(VP 11) - Uso de depositária central com conta segregada por comitente final	<p>Entende-se que o depósito centralizado é uma obrigatoriedade para a negociação em mercados organizados de bolsa e balcão organizado.</p> <p>Entende-se ainda que o arcabouço legal desses ambientes de negociação obriga o uso de conta segregada por comitente final para custódia e liquidação de operações de valores mobiliários, inexistindo alternativa regulatória. Apenas uma decisão legal/judicial poderia fornecer alternativa contrária.</p>	<p>Atualmente, uma vez que somente são permitidas operações internalizadas em ambiente de bolsa, há uso mandatório de contas individualizadas</p>	ORF1
(VP 12) - Melhor execução	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 12.4) Conceito amplo, com modulação por tipo de investidor 	<p>VP 12.4, conceito amplo, com modulação por tipo de investidor.</p>	ORF1, ORF2, ORF3
(VP 13) - Disclosures acerca	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 13.1) Mandatórios 	<p>VP 13.1, detalhes conforme Resolução</p>	ORF3



Variável parâmetro (VP)	Opções	Status quo	Objetivos regulatórios finalísticos associáveis
de conflitos de interesse, funcionamento do ambiente de execução e execução póstuma das ordens		CVM 135 e MPO da B3.	
(VP 14) - Modelo de autorregulação para ambientes de negociação onde permite-se internalização	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 14.3) Permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio 	VP 14.3, permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 15) - Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) para operações internalizadas	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 15.2) MRPs próprios para cada ambiente de negociação, em caráter mandatório - (VP 15.3) Permissão para contratação de serviços de MRP de outra entidade administradora, ou MRP próprio - (VP 15.4) MRP não mandatório 	Uma vez que as operações internalizadas atualmente devem ser conduzidas em ambiente de bolsa, a opção VP 15.2 é determinada pela Resolução CVM 135. Contudo, ambientes de balcão organizado não são obrigados a fornecer MRP atualmente, e operações internalizadas ali conduzidas não contariam com MRP caso a regra não fosse alterada, recaindo na opção VP 15.4.	ORF1, ORF2, ORF3, ORF4
(VP 16) - Segregação de capital entre entidade administradora e participantes admitidos a negociar	<ul style="list-style-type: none"> - (VP 16.1) Impossibilidade de participante admitido a negociação controlar entidade administradora de mercado, exceto no caso de dispensa fornecida nos termos do Colegiado da CVM - (VP 16.2) Possibilidade, automática ou via dispensa, de participante admitido a negociação controlar entidade administradora de mercado, a depender do tipo de mercado organizado, e das salvaguardas fornecidas 	VP 16.1, sendo que para a aquisição de capital social não controlador, por parte de participante admitido a negociação, em fatias maiores que 15%, há dispensa automática com contrapartidas, conforme Resolução CVM 135.	ORF3, ORF4



I. IMPACTOS, EFEITOS E RISCOS DAS ALTERNATIVAS

VIII.1. Necessidade de análise da VP 2 em primeira instância

Conforme pudemos verificar, há ao menos dezenas (16) variáveis parâmetro relevantes para uma recomendação regulatória, sendo que diversas delas ainda possuem mais de uma opção a ser analisada após triagem preliminar.

Contudo, um dos pontos nevrálgicos da discussão dos problemas regulatórios acerca da internalização de ordens está associado à VP 2 e aos objetivos regulatórios conflitantes ORF 1 e ORF 2, isto é, o *trade-off* entre redução dos custos totais de transação aos investidores de varejo no mercado secundário por meio da internalização de ordens, *versus* eventuais impactos negativos ao processo de descoberta de preços e eficiência do mercado, sob a forma de redução da liquidez nos ambientes contendo livros de ordem “visíveis”, impactando custos implícitos de negociação.

Os demais problemas regulatórios continuam relevantes no contexto da discussão geral. No entanto, só faz sentido explorar alternativas que os levem em conta após um diagnóstico deste primeiro *trade-off*, uma vez que: i) um diagnóstico que aponte uma relação desfavorável ao custo-benefício da internalização sob esta ótica inicial (eficiência de mercado x custos de transação) pode não nos conduzir a uma avaliação mais detalhada dos demais pontos; ii) nesta discussão encontra-se a mais consensada *possibilidade* de benefícios da internalização capaz de ser *quantificada* (beneficiando investidores de varejo e intermediários).

Dessa forma, alternativas para as demais variáveis modulam custos, benefícios e riscos secundariamente, principalmente *a depender da escolha da VP 2*, ou seja, do volume potencialmente internalizado, caso existente.

Em sua manifestação à TPS ASA/CVM, a B3⁴⁰² traz um racional quantitativo para cálculo do impacto da opção VP 2.2, ou seja, um impacto da eliminação das restrições quantitativas ao volume de varejo a ser internalizado, bem como da eliminação da restrição de negociação exclusiva em bolsa ou balcão. A amostra utilizada pela B3 (p.81) consistiu em observações diárias de ações e *units* no mercado à vista, apenas lote padrão, em 2023⁴⁰³.

Em seu racional, há ao menos quatro fatores relevantes que podem impactar métricas de liquidez em livros de ordens “visíveis”, tais como o “*bid-ask spread*” nominal cotado ou o impacto de preço causado por uma ordem relativamente grande:

- **Fator 1:** Percentual do volume financeiro negociado no mercado “*dark*” para um determinado ativo, sendo que a tendência é de elevação do spread para maior percentual “*dark*” (ou o oposto equivalente, redução do “*lit*”), em especial para ativos com menor volume financeiro (p.81).



- Fator 2: Diversidade de perfis no livro (p.83)⁴⁰⁴, observando a correlação entre o “*bid-ask spread*” e o percentual ocupado pelo perfil predominante do livro no dia, sendo que a tendência é de elevação do *spread* com a redução da diversidade no livro (elevação do percentual de concentração), em especial para ativos com maior volume financeiro diário negociado.
- Fator 3: Percentual do livro ocupado pelo perfil “varejo” numa determinada data, sendo que a tendência seria de elevação do impacto de preços acarretado por ordens maiores, após eventual redução do percentual ocupado pelo perfil “varejo” (p.84-85)⁴⁰⁵.
- Fator 4: Percentual das negociações de varejo com caráter “agressor”, fluxo com maior probabilidade de internalização, sendo que tendência seria de elevação do *spread* com a redução desse percentual (p.85-86).

Em sua visão (p.45-46), há ainda um efeito de segunda ordem, que ocorreria devido a eventual retirada do perfil “varejo-agressivo” do livro central de ordens. Isso porque a redução do volume financeiro total ali negociado poderia impactar um parâmetro de “volume mínimo do mercado visível” utilizado por diversos gestores internacionais para alocação de investimentos em mercados globais.

Nesse sentido, tudo mais constante, a internalização de ordens e a retirada do perfil “varejo” do livro levaria a uma queda posterior do volume financeiro negociado pelo perfil “institucional - investidor não residente”, o que, por sua vez, levaria a um aumento adicional de *spread*, ainda que tal efeito não tenha sido mensurado completamente em sua simulação.

Em primeiro lugar (p.87), a B3 faz uma suposição de piora de um “*tick-size*” (mínimo efetivo) para todos os instrumentos negociados, com fins de verificar seu impacto financeiro de primeira ordem nos perfis investidores institucionais (locais) e estrangeiros. Nessa suposição, a piora seria em média de 6.3 pontos base sobre o volume negociado, equivalente a uma perda de R\$ 3.1 bi ao ano para tais perfis.

A segunda simulação realizada pela B3 (p.87-88) considera uma piora média de 1/3 “*tick-size*”, com base nas correlações previamente apontadas para a queda da diversidade do livro⁴⁰⁶, e considera uma internalização de **todo o fluxo de varejo**. Nesse exercício, a piora média seria de 1.9 pontos base sobre o volume negociado, equivalente a R\$ 0.951 bi ao ano para tais perfis.

⁴⁰⁴ A B3 utilizou quatro perfis, a seu critério: (a) formadores de mercado, nos ativos em que este perfil atua; (b) varejo; (c) *proprietary trading groups* (PTGs); e (d) investidores institucionais (locais e não residentes, representando o que academicamente se refere como fluxo de investidores informados).



Em contrapartida, a B3 simulou melhorias de preço para o volume de **varejo agressor** que seria removido do livro e internalizado (p.88-91). Em primeiro lugar, utiliza o valor médio de 8% de “tick-size” de melhoria de preço ao varejo, com base em médias do experimento RLP com ações e derivativos, chegando ao valor de R\$ 128 milhões ao ano de piora inicial de *spread* ao perfil, compensados por apenas R\$ 83 milhões ao ano de melhoria de preço.

Utilizando o estudo internacional de Werner, Dyhrberg e Shkilko⁴⁰⁷, baseado nos mercados estadunidenses, a B3 simula também uma melhoria de preço média de 19% de “tick-size”, chegando a um valor monetário de R\$ 158 milhões ao ano, o que já compensaria a piora de *spreads* para esse perfil.

Por fim, numa simulação mais otimista, inspirada nos requerimentos do RLP e algumas regulações estrangeiras, a B3 simula uma melhoria de ao menos um *tick-size* para instrumentos com spread aberto e execução ao *mid-point* para instrumentos com spread fechado, o que resultaria num valor de R\$ 319 milhões ao ano de melhoria de preços.

Em contraponto, mesmo antes de fornecer estimativas próprias, vale a pena ressaltar que:

- As correlações exibidas pela B3 mostram apenas efeitos isolados de cada variável, sem considerar sua interação conjunta, como num modelo de regressão linear múltipla. Há falta de uso de variáveis gerais de controle, tais como métricas de volatilidade e volume financeiro negociado.

⁴⁰⁵ Foi calculado o preço de execução de uma ordem que precisasse “varrer” os dez primeiros níveis de preço do livro para cada ativo. Em seguida, o preço de execução da mesma ordem foi recalculado considerando a retirada completa do perfil de pessoas naturais do livro.

⁴⁰⁶ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, ANEXO I: Metodologia Estudos B3, p. 3. Após diligências da CVM e interações com a equipe, constatou-se que o modelo econômétrico utilizado foi uma regressão linear simples, com o “*bid-ask spread*” como variável dependente da maior concentração de perfil do dia.

⁴⁰⁷ Consultado na tabela de revisão bibliográfica acima. Ver: DYHRBERG, Anne Haubo; SHKILKO, Andriy; WERNER, Ingrid M., The Retail Execution Quality Landscape, **SSRN Electronic Journal**, 2022.



- Uma vez que as correlações isoladas, em faixas de volume financeiro distinto, mostram sensibilidades diferentes, parece ser necessário isolar o efeito do tamanho do volume financeiro negociado dos efeitos oriundos de sua composição interna de perfis.
- Nesse sentido, o uso da diversidade de perfis *per se* parece ser uma variável indireta para investigar eventual alta de *spreads* com a retirada do perfil “varejo” do livro, efeito que em teoria eleva a seleção adversa naquele ambiente. Como os perfis mapeados de “formadores de mercado” e de “*trading* proprietário” (PTG) tendem a ser neutros ou menos arriscados em termos de seleção adversa, parece ser uma estratégia válida investigar as correlações do *spread* com o percentual de varejo que compõe o fluxo.
- A B3 não considera nas simulações de melhoria de preço o custo explícito economizado pelos investidores de varejo internalizados, seja emolumentos, seja o de pós-negociação.
- A bibliografia citada pela B3 no que abarca a melhoria média de preço no varejo no mercado estadunidense não identifica claramente se os valores de melhoria de preço são condicionados a existência de alguma melhoria. A B3, conforme acima, reporta acerca desse estudo uma melhoria média de 19% do spread cotado, fruto de um percentual de 68.95% de ações negociadas com melhoria de preço e uma melhoria média de 27%, dado existência de melhoria. No entanto, a bibliografia gera margem para uma interpretação distinta, na qual os 27% equivalem a melhoria média **total**, inclusas ações sem melhoria⁴⁰⁸.
- A B3 também não forneceu parâmetros de custo e melhoria de preço ao “varejo” em termos de pontos base. As estimativas em termos de valor monetário absoluto referentes ao *spread* serão sempre viesadas para o lado dos investidores institucionais, uma vez que hoje eles possuem um valor médio diário negociado muito maior em relação aos investidores de varejo. Por isso, é importante também padronizar os números em termos de pontos-base sobre o valor negociado.
 - Postula-se que o volume financeiro absoluto pode variar em função de contexto macroeconômico, por exemplo. Nesse sentido, as estimativas de efeito monetário, calculadas com o valor financeiro negociado em 2023, podem ser sensíveis ao contexto específico daquele ano.

⁴⁰⁸ DYHRBERG; SHKILKO; WERNER, The retail execution quality landscape, p. 8–9.



- Num cenário de maior volume financeiro negociado para todos os perfis, bem como para uma participação relativa maior para o perfil “varejo”, os efeitos monetários finais calculados podem ser distintos, devendo haver uma análise de cenários.
- A B3 computou perdas financeiras sobre o volume financeiro inicialmente negociado pelos institucionais, não descartando do cálculo o volume financeiro dos institucionais que eventualmente sairia do livro central.
 - Pode ser argumentado que há perda de “excedente do consumidor” no sentido de que os investidores institucionais, ao não realizarem o negócio que previamente teriam realizado a um *spread* mais baixo, ficam em situação pior em relação ao cenário de não intervenção. Contudo, tal perda suposta não é mensurável.
 - Dessa maneira, caso seja desejado computar um efeito secundário de queda de volume negociado para os investidores institucionais, será necessário retirar a perda monetária oriunda da piora de preços para essa fração de volume financeiro dos institucionais que sairá do livro.
- A B3 utilizou na sua segunda estimativa, na correlação que gerou a estimativa de piora média de 1/3 de “*tick-size*” no *spread*, a retirada de todo o volume de varejo do livro, não apenas o varejo agressor.
 - Ainda que do ponto de vista dos intermediários o varejo agressor seja um candidato ideal para a internalização, resta dúvidas acerca do destino de ordens de varejo “*maker*”, no contexto de melhor execução.
 - No contexto de melhor execução, para que ordens não agressoras, provedoras de liquidez, sejam roteadas para livros em ambientes alternativos e posteriormente internalizadas, é necessário que o julgamento de melhor execução considere que uma execução posterior contra ordens agressoras oriundas de outros clientes do mesmo intermediário, ou contra a carteira própria do intermediário, seja predita como mais vantajosa em termos de custos totais e velocidade de execução em relação aos ambientes de bolsa.



- Atualmente, o item 4.3.4.1 c) MPO da B3 impede o “represamento artificial de ordens” no contexto do RLP, circunscrevendo o instrumento no âmbito de ordens agressoras de varejo, uma vez que a ordem agressora deve ser executada imediatamente no RLP ou então roteada para o livro visível, não podendo ser alocada em livros alternativos do internalizador.

Assim sendo, uma estratégia possível é recalcular os valores de impacto monetário da eventual queda de liquidez nos livros de oferta “visíveis” oriunda da internalização dos investidores de varejo, porém introduzindo na modelagem econométrica checagens de premissas, variáveis e análises de cenário alternativas. Efeitos de queda de liquidez de segunda ordem também podem ser explorados.

Dentro dessa estratégia, duas possibilidades serão exploradas nesta AIR: i) utilização de base de dados proprietária, mais ampla no que tange a janela temporal, para uma modelagem econométrica proprietária; ii) complementos à modelagem da B3, com a reutilização daquela base de dados amostral.



VIII.2. Modelo lógico-causal referente à VP2

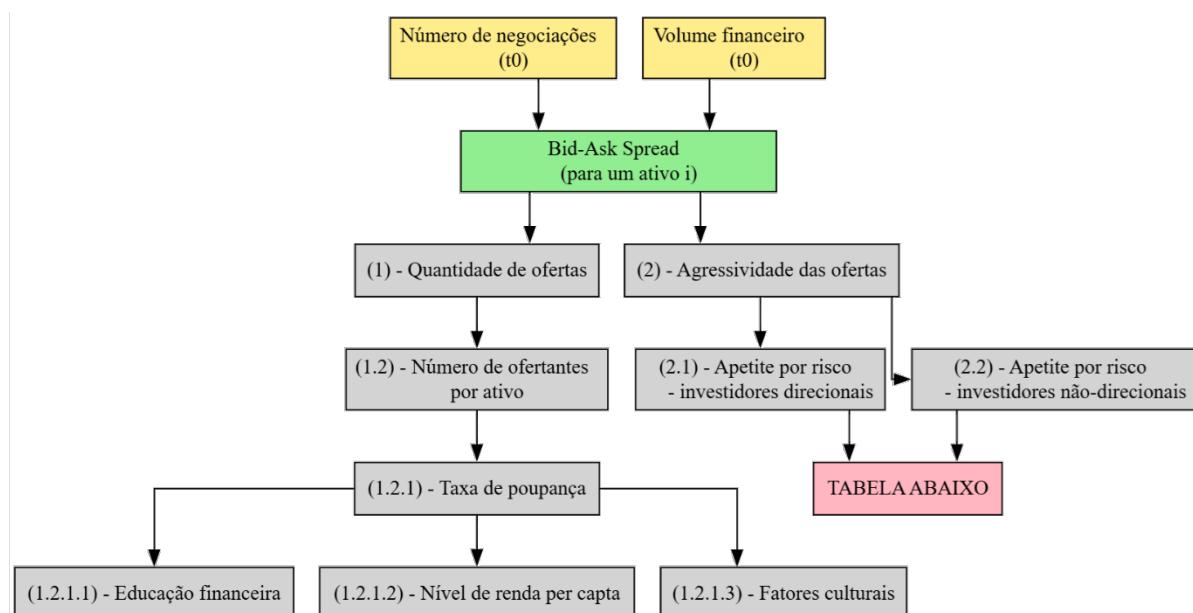
Antes de iniciar modelagens econométricas alternativas, vale a pena explicitar uma árvore lógico-causal referente a variável dependente em análise, o “*bid-ask spread*” nominal cotado. Isso para fornecer maior clareza e justificativa referente a escolha das variáveis independentes a serem introduzidas na modelagem.

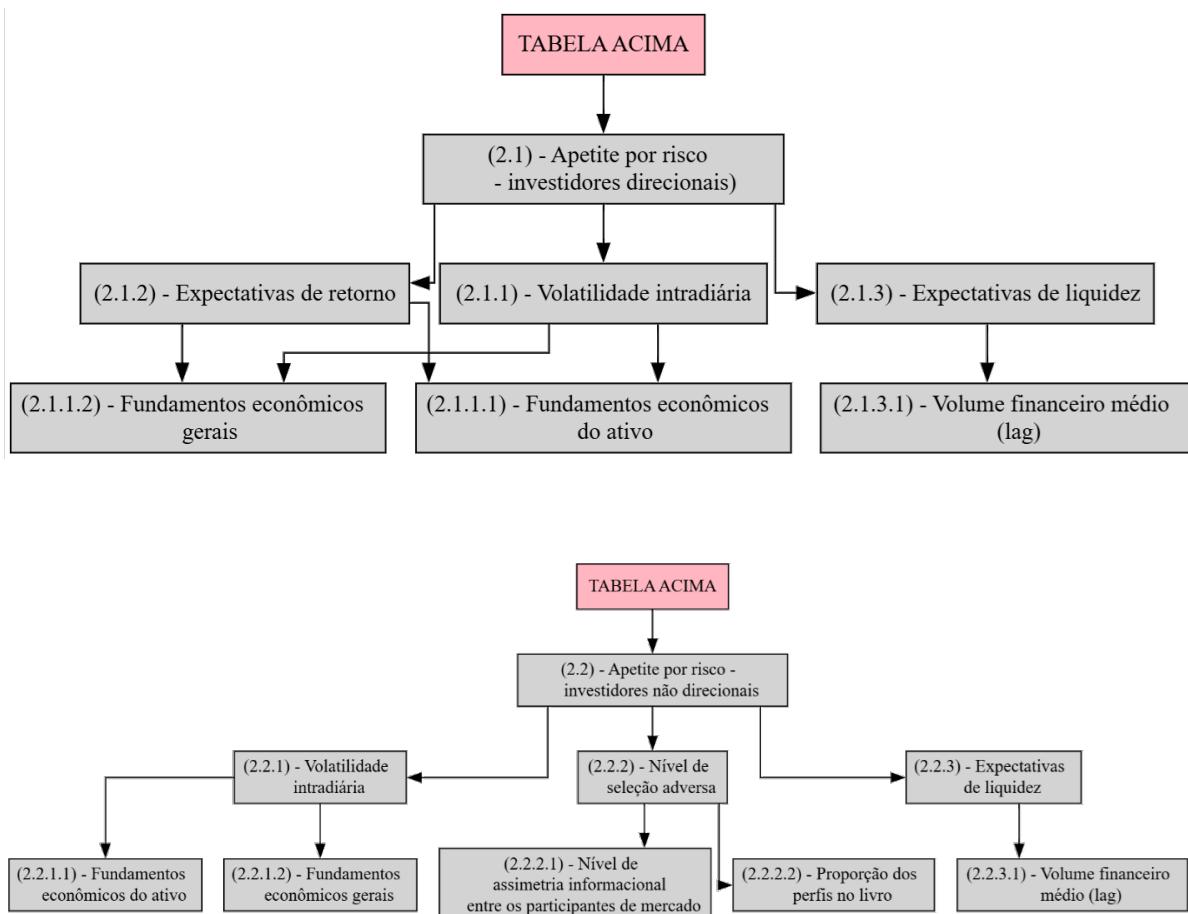
A árvore é relevante pois a celeuma mais geral a respeito da VP2 consiste, em última instância, da tentativa de mensuração dos efeitos de adoção de opção alternativa ao *status quo*, ou seja, dos efeitos da redução do fluxo de ofertas e negócios envolvendo investidores de varejo em ambientes de bolsa (com livros de oferta visíveis) sobre os custos implícitos de negociação (mensuráveis pelo “*bid ask spread*” nominal cotado) naqueles ambientes.

Frisa-se aqui que a redução de volume financeiro negociado é uma consequência da redução *geral* do fluxo de ofertas, o qual possui uma série de determinantes próprios. Em outra seara, a eventual retirada *seletiva* do fluxo de varejo altera a **composição do fluxo restante**, o que altera o nível de seleção adversa do mercado “*lit*” remanescente.

Contudo, o nível de seleção adversa é apenas uma das variáveis que impactam a variável efetivamente mensurável (“*bid-ask spread*” cotado). Dessa forma, é necessário traçar a cadeia causal que impacta tal variável, com o objetivo de encontrar variáveis de controle que possam ser utilizadas para tentar melhor isolar os efeitos da seleção adversa dos demais efeitos concomitantes.

Tabela VIII.2.1 – Árvore lógico-causal para o “*bid-ask spread*” nominal cotado em livros centrais visíveis, em ambiente de bolsa, no âmbito da análise da VP2





Fonte: Elaboração própria.



Da árvore lógica, os seguintes pontos valem a pena serem ressaltados:

- A construção de tal árvore envolve certo nível de julgamento subjetivo. Não é factível concatenar todos os efeitos causais possíveis.
- Há basicamente duas grandes influências sobre a variável mensurável “*bid-ask spread*” cotado de um determinado ativo num dado momento: i) o número de ofertas para tal ativo, o que encontra-se na cadeia de dependência do número de ofertantes⁴⁰⁹; ii) o nível de agressividade das ofertas, a qual possui alguns determinantes específicos associados ao perfil dos ofertantes (isto é, se são investidores não direcionais - provedores de liquidez que buscam apenas captura de spread e zerar as posições diárias - ou investidores direcionais, que buscam alterar sua alocação de ativos ao longo do tempo).
- Diversas variáveis independentes em última instância ou em instâncias intermediárias são de difícil mensuração. Outras, por sua vez, podem possuir correlações e introduzir endogeneidade à modelagem econométrica. Tais constatações nos condicionam a selecionar apenas algumas delas.
- A volatilidade intradiária será introduzida pois é uma variável mensurável e que afeta ambos os perfis de investidores. Além disso, sua cadeia causal é compartilhada entre outras variáveis (as quais podem então ser omitidas), o que tende, ao menos em teoria, conferir poder explicativo ao modelo como um todo.
- A capitalização de mercado é uma *proxy* mensurável útil para características fundamentalistas dos ativos em geral, ainda que não seja uma variável causal em última instância. Ela possui correlação alta com o volume financeiro negociado, podendo ser necessário isolá-la para levá-la em conta em etapas prévias.
- O nível de assimetria informacional entre os participantes, nível esse que engendra a seleção adversa, não é uma variável diretamente mensurável. No entanto, a composição dos perfis de participantes que negociam, dado esse nível de assimetria informacional, é algo mensurável e que deve ser levado em conta na modelagem através de algum indicador, como por exemplo, a maior concentração de perfil no dia ou o percentual ocupado pelos investidores de varejo no volume negociado do dia.

⁴⁰⁹ Na prática, o tipo de ofertante também é relevante para determinar o número total de ofertas, uma vez que participantes não direcionais, em especial os HFT, possuem um volume de ofertas e uma razão ofertas/negócios distinta dos investidores de varejo, por exemplo. Contudo, a diversidade



- O volume financeiro de varejo negociado, variável a qual busca-se mensurar os efeitos de eventual redução, possui algum nível de endogeneidade com o próprio “*bid-ask spread*” nominal cotado. Isso porque ambas consistem em indicadores de liquidez dos ativos, e tendem a ser explicadas por boa parte da mesma cadeia causal.
 - O volume financeiro negociado no **passado recente** tende a ser um determinante das expectativas de liquidez futuras, influenciando decisões de alocação de ativos dos investidores direcionais e os cálculos de risco de zeragem de estoque dos investidores não direcionais, para um dado nível de seleção adversa. Sendo assim, faz sentido que seja considerado na modelagem econométrica.
 - O uso alternativo de uma variável defasada para o “*bid-ask spread*” como o mensurador de tais expectativas (como feito no estudo da *Accenture*, no âmbito da TPS ASA/CVM) não parece a melhor escolha.
 - Isso porque o spread é uma medida “*lateral*” para uma dada quantidade de ativos no topo do livro num determinado momento. Os investidores (direcionais ou não direcionais), apesar de atentos ao custo implícito da negociação indicado pelo *spread*, também precisam gerir o tamanho das negociações que podem ter que realizar, uma vez que tamanhos excessivos podem causar impacto de preço, sendo o volume financeiro negociado uma variável apropriada nesse sentido.
 - A endogeneidade introduzida no modelo é ainda maior, o que se verifica pelo altíssimo ajuste da modelagem econométrica proposta naquele trabalho, o que gera uma falsa sensação de explicabilidade.

de perfis de ofertantes já foi levada em conta na outra parte da árvore causal, buscando-se isolar aqui a questão do número geral de ofertantes.



VIII.3. Modelagem econométrica proprietária de efeitos de efeitos da seleção adversa sobre o “*bid-ask spread*” nominal cotado

VIII.3.1. Especificação do modelo

Com base na literatura analisada, e considerando que o *status quo* já exibe uma série temporal contendo ativos sendo negociados em diferentes condições de seleção adversa, é possível fazer uma modelagem própria para tentar mensurar seus efeitos, em complemento à modelagem publicada pela B3. Tal modelagem consistirá em uma regressão linear múltipla, pelo método de mínimos quadrados ordinários, utilizando dados em painel, com ou sem efeitos fixos por ativo.

O objetivo de tal modelagem consiste em obter estimativa própria para eventuais efeitos negativos sobre a liquidez acarretados por alternativas regulatórias que permitam maiores níveis de internalização e, em decorrência, maior seleção adversa em livros de oferta visíveis e de livre acesso.

Conforme analisado na seção anterior, tal modelagem tentará controlar por variáveis gerais de condições de mercado de cada ativo, como volume total de negociação passado, a volatilidade intradiária, capitalização de mercado e métricas de composição do perfil de negociação.

A técnica de “estudos de eventos” não é utilizada pois o interesse de pesquisa não é descobrir se houve ou não elevação na seleção adversa no ambiente de bolsa após a introdução do mecanismo de RLP, o qual elevou os níveis de negociação “dark”. Esta AIR foca em mensurar impactos monetários das alternativas regulatórias, as quais envolvem alterações no volume de ofertas (e de negócios) nos livros visíveis e na composição do perfil ofertante, capazes de influenciar o “*bid-ask spread*” nominal cotado.

Dessa maneira, uma modelagem genérica, incluindo eventuais “efeitos fixos”⁴¹⁰ para cada um dos ativos considerados na amostra, pode ser fornecida pela seguinte equação, onde o subscrito “*i*” identifica cada ativo da amostra e o subscrito “*t*” identifica cada dia de negociação.

⁴¹⁰ No caso de um modelo sem efeitos fixos, o coeficiente de intercepto geral da regressão em painel é incluso. Contudo, pode ser vantajoso testar uma especificação de modelo com controle de efeitos fixos por ativo para testar a possibilidade de existirem variáveis não especificadas no modelo, referentes a alguma característica dos ativos ou dos emissores que pudesse contribuir de maneira relevante para os patamares da variável dependente, porém considerada estável no curto e médio prazo e logo passível de “expurgo” para análise das variáveis independentes explicitadas. Nessa situação, o coeficiente de intercepto geral da regressão é eliminado, pois as variáveis independentes são transformadas em desvios em relação a sua média e o intercepto é um valor fixo, sendo zerado. Ver: WOOLDRIDGE, Jeffrey M., **Econometric analysis of cross section and panel data**, Second edition. Cambridge, Massachusetts London, England: MIT Press, 2010., cap.10.



Equação VIII.1.1 – Modelo genérico para identificação de efeitos da seleção adversa sobre a liquidez

$$\begin{aligned}
 \text{Bid_Ask_Nominal}_{it} &= \alpha_i + \beta_1 \ln \text{Volume_Lit}_{it} + \beta_2 \text{VarejoLit_ \%}_{it} + \gamma_k X_{it} \\
 &+ \theta_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Nesse sentido, como variáveis dependentes, temos o “*bid-ask spread*” nominal médio do ativo no dia (VD1)⁴¹¹. Como variáveis independentes, temos o logaritmo natural⁴¹² do volume financeiro que foi negociado no mercado “*lit*” (VI1)⁴¹³, o percentual do volume financeiro “*lit*” alocado ao varejo (VI2).

⁴¹¹ O estudo realizado pela Accenture, no âmbito da TPS ASA/CVM, buscou utilizar a medida de Amihud como variável dependente de liquidez. Ver: ACCENTURE, Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges, p. 87. Essa variável não é de interesse para esta AIR pelas seguintes razões: i) ela não permite mensurações monetárias diretas do efeito da seleção adversa sobre a liquidez; ii) exibe dependência matemática com uma variável de controle chave, o volume financeiro total negociado, produzindo endogeneidade.

⁴¹² Após análise de descritiva e de correlações, verificou-se que o ajuste logaritmo era importante para ajuste de escalas e fornecimento de relações lineares mais claras entre as variáveis.

⁴¹³ Em linha com o modelo lógico-causal teórico, utilizou-se a média móvel dos volumes financeiros negociados para cada ativo nos últimos cinco dias de observação, exclusive a data da observação. Ou seja, utilizou-se o volume financeiro negociado de curíssimo prazo, em linha com o argumento das expectativas de liquidez.



Adiante, temos um vetor contendo até “k” variáveis de controle (a serem definidas em cada simulação específica), uma possível variável de efeitos fixos capturando circunstâncias específicas dos ativos (e de seus emissores) e um termo de erro aleatório para a regressão.

Postula-se ainda que no caso de um modelo contendo a técnica de efeitos fixos por ativo, o intercepto inicial desaparece e os resultados deverão ser interpretados em termos de mudanças nas variáveis em relação às suas médias, não em termos de mudanças em relação aos seus patamares. A depender da simulação, todas variáveis poderão ainda ser expressas em termos de seus logaritmos naturais, resultando em modelos com interpretações matemáticas dos coeficientes distintas.

Outro ponto importante é que modelos econométricos que preveem uma relação convexa entre “*dark trading*” e *spreads*, com um ponto mínimo de inflexão a partir do qual a internalização é deletéria, tal como no notório *paper* do CFA Institute⁴¹⁴, possuem vieses relacionados às próprias premissas matemáticas do modelo.

Modelos estatísticos com polinomial quadrático, tal como ali utilizado, são utilizados já pressupondo que a relação é convexa, com um mínimo local a ser estimado. Tal escolha de modelagem pode ou não possuir um bom encaixe (“*fit*”) aos dados, o que deveria ser monitorado via métricas de qualidade da regressão. Contudo, não necessariamente tal premissa de convexidade deveria ser adotada na largada.

Além disso, tal escolha de modelagem pode ser problemática quando se trabalha com dados longe do ponto de inflexão, ou quando não se conhece o ponto de inflexão, mesmo assumindo sua existência teórica⁴¹⁵. Dessa maneira, considerando tais lacunas e o caso brasileiro, não trabalharemos com modelos quadráticos nesse estudo.

Quanto ao sinal dos coeficientes, **espera-se com base na teoria** que um decréscimo na VI1 esteja correlacionado com um aumento na VD1, ou seja relação inversa e um sinal negativo. A mesma relação é esperada no caso da VI2, uma vez que a relação teórica é de maior seleção adversa e *spread* para uma redução na proporção de alocação de volume ao varejo⁴¹⁶.

⁴¹⁴ RHODRI G. PREECE, Dark pools, internalization, and equity market quality.

⁴¹⁵ Sobre os problemas com estimativas de mínimos quadrados ordinários (OLS) para funções quadráticas, ver: KOSTYSHAK, Scott, Non-Parametric Testing of U-Shapes, with an Application to the Midlife Satisfaction Dip, **SSRN Electronic Journal**, 2017.

⁴¹⁶ Poderíamos analisar quais fatores levam a um maior percentual estrutural de negociação pelo varejo em relação a outros perfis, para um determinado ativo. Contudo, tal análise extrapola o escopo deste trabalho.



Como variáveis de controle, as seguintes categorias de variáveis poderão ser utilizadas, separadas ou em conjunto, a depender do modelo específico testado: i) volatilidade intradiária (VC1); ii) capitalização de mercado da companhia emissora do ativo (VC2).

Referente ao primeiro controle, ele associa-se ao nível de incerteza esperada nos fundamentos econômicos específicos aos ativos, cujo aumento resulta em maior variância intradiária e ofertas com spreads mais altos, tudo mais constante⁴¹⁷. Quanto ao segundo, ele atua como uma proxy dos “fundamentos econômicos específicos aos ativos”, abordado no modelo lógico-causal.

⁴¹⁷ A literatura clássica de microestrutura de mercado sugere que aumentos na volatilidade dos ativos estão associados a maiores spreads, na medida em que ampliam o risco de seleção adversa enfrentado pelos formadores de mercado. Glosten e Milgrom teorizam que a presença de traders informados em ambientes voláteis leva os provedores de liquidez a ajustarem os spreads como compensação ao risco de seleção adversa. Ver: GLOSTEN, Lawrence R.; MILGROM, Paul R., Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, v. 14, n. 1, p. 71–100, 1985, p. 72–74. Estudos empíricos posteriores argumentam que spreads mais amplos tendem a refletir não apenas custos transacionais e de manutenção de estoque, mas também maior incerteza sobre o valor do ativo, diretamente relacionada à sua volatilidade. Ver: GLOSTEN, Lawrence R; HARRIS, Lawrence E, Estimating the components of the bid/ask spread, *Journal of Financial Economics*, v. 21, n. 1, p. 123–142, 1988, p. 124.



Para a mensuração do “*bid-ask spread*” nominal cotado, foi utilizada a base de dados da provedora Bloomberg, através do campo “AVG_BID_ASK_SPREAD”⁴¹⁸. Um ajuste a eventos societários foi realizado, utilizando a base do provedor Económatica para verificar a existência de desdobramentos e grupamentos que afetaram a quantidade emitida de ações, bem como seu preço unitário⁴¹⁹.

Os dados de volume financeiro negociado são oriundos do sistema SAM (Sistema de Acompanhamento de Mercado), interno ao uso da CVM, e foram extraídas com auxílio da Superintendência de Mercado e Intermediários (SMI). Os dados de mercado “*lit*” consistem na soma dos volumes negociados em pregão regular e em leilões, por serem modalidades com formação de preços de referência.

Para o cômputo dos valores financeiros negociados no mercado visível (“*lit*”), foi utilizada a visão de “*alocação*”, ou seja, o montante “*alocado*” para cada parte da negociação, seja ela compradora ou vendedora. Ou seja, o volume total alocado ao “*varejo*” correspondeu à soma da alocação financeira de todas as pessoas naturais no conjunto das negociações⁴²⁰. Em seu turno, a visão de negociação foi utilizada no mercado opaco (“*dark*”), somando negócios diretos, RLP e grandes lotes⁴²¹.

A volatilidade intradiária foi calculada utilizando os preços de abertura, fechamento, máximos e mínimos obtidos na provedora Bloomberg, replicando metodologia verificada em literatura amplamente citada⁴²²:

Equação VIII.3.2.1 – Cálculo utilizado para a volatilidade intradiária, usando campos da provedora Bloomberg

$$\mathbf{Vol_Intra} = \{0.5 * [\ln \mathbf{PX_MAX} - \ln \mathbf{PX_MIN}]^2 - [2 * \ln 2 - 1] * [\ln \mathbf{PX_CLOSE} - \ln \mathbf{PX_OPEN})]^2\}^{1/2}$$

⁴¹⁸ Há diferença no cálculo da Bloomberg em relação ao cálculo da B3 para essa variável.

⁴¹⁹ O ajuste foi realizado com o intuito de gerar séries temporais consistentes para cada ativo e reduzir *outliers*. Por mais que os spreads em termos percentuais (em relação aos preços dos ativos) possam ter sido estáveis, a análise de custo-benefício aqui realizada depende dos valores monetários nominais. Taxas de conversão referentes aos grupamentos/desdobramentos cumulativos foram aplicados, trazendo os valores passados ao mesmo denominador dos valores recentes para 46 ativos. Além disso, os dados foram “*winsorizados*”, substituindo o valor máximo de cada ativo pelo valor do 99 percentil, com objetivo de remoção de *outliers* originados devido a eventual erro da base de dados consultada ou questões atípicas de negócio. Após a “*winsorização*”, considerando a base de dados utilizada, o valor máximo de spread nominal na base, para os ativos considerados (ou seja, os mesmos ativos utilizados pela B3 em sua modelagem) foi de R\$ 2.18, sendo o percentil 99 equivalente a R\$ 0.21.

⁴²⁰ Conforme já discutido acima, nem toda pessoa natural pode ser considerada “*varejo*” ou “*não informada*”. No entanto, julga-se que para os propósitos deste trabalho e da análise, tal equivalência não é prejudicial.



VIII.3.3. Resultados obtidos

Em primeiro lugar, vale frisar que análises econométricas realizadas utilizando modelos de regressão linear por meio do método de mínimos quadrados ordinários (OLS) são tentativas de interpretação histórica dos dados, com base em correlações e premissas estatísticas. As conclusões fornecidas pela análise apresentada estão limitadas aos pressupostos matemáticos dos métodos, não necessariamente condicionam os resultados futuros das variáveis e podem ser questionadas com base em outros métodos estatísticos ou bases de dados alternativas.

Dessa forma, foram testadas combinações de modelos com ou sem logaritmos naturais, com ou sem efeitos fixos, com ou sem ambas as variáveis de controle, inclusive utilizando a técnica de “variáveis instrumentais”⁴²³, num total de 96 possibilidades.

Analizando os resultados obtidos nos 96 modelos testados, 74 modelos puderam ser descartados inicialmente por não satisfazerem três condições: i) os coeficientes referentes às variáveis independentes (distintas daquelas de controle) não resultaram nos sinais esperados pela teoria; ii) os coeficientes das variáveis independentes não foram ambas significativas estatisticamente ao nível de 1%; iii) a estatística de teste “F” não foi significativa ao nível de 1%, como forma de assegurar a qualidade do modelo como um todo.

⁴²¹ Houve um ajuste na base de volume financeiro alocado para expurgar a alocação dos intermediários nas operações de RLP. Esse valor já encontrava-se na base de volume negociado.

⁴²² CHAN, Leo H.; LIEN, Donald D., Using High, Low, Open and Closing Prices to Estimate the Effects of Cash Settlement on Futures Prices, **SSRN Electronic Journal**, 2001.

⁴²³ Dentro de tais possibilidades, com base na árvore lógico-causal proposta, foi agregado um modelo de regressão linear em duas etapas, contendo uma variável instrumental. Como primeira etapa, foi realizada uma regressão da capitalização de mercado como variável explicativa do volume financeiro negociado no mercado “*lit*”, a primeira atuando como uma proxy dos fundamentos econômicos dos ativos.

Como resultado, as previsões de tal regressão tornaram-se novas possibilidades de variável independente (“variáveis instrumento”), representando o volume financeiro “*lit*” já incorporada de efeitos oriundos dos fundamentos econômicos específicos dos ativos. Ou seja, intentou-se levar em conta previamente os efeitos causais da capitalização de mercado sobre o volume financeiro negociado, ao invés de utilizá-la como um controle conjunto sobre as todas as variáveis.

Tal abordagem encontrou respaldo inicial nos altos coeficientes R2 da primeira regressão (0.53 num modelo log-log e 0.20 num modelo log-log contendo efeitos fixos por ativo financeiro) e nos sinais conforme teoricamente esperados (correlações positivas), ambos estatisticamente significativos ao nível de 1%.



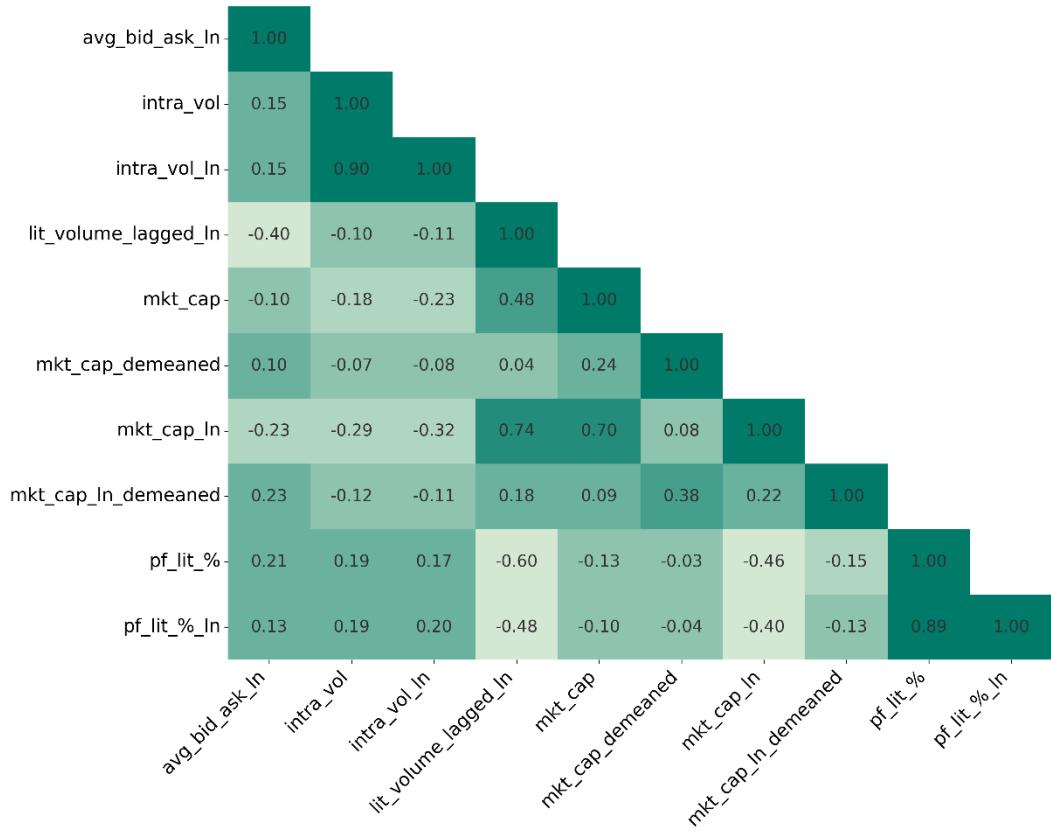
Dos 22 modelos restantes, optou-se por seguir apenas com modelos contendo variáveis independentes e alguma variável de controle. Uma constatação é que nenhum modelo utilizando a técnica de variável instrumental nem a técnica de efeitos fixos esteve entre os restantes.

Nesse contexto, optou-se por não seguir com modelos contendo a variável de controle “capitalização de mercado”, como forma de evitar endogeneidade dentro do sistema.

Isso porque, apesar de elevar em alguma medida a performance dos modelos em termos de R2, sua introdução distorceu os sinais dos coeficientes em algumas especificações testadas, mesmo quando via variável instrumental⁴²⁴. Tal resultado está associado à correlação positiva desta variável e o volume financeiro negociado no mercado “*lit*”, bem como sua correlação negativa com o percentual do volume “*lit*” negociado pelo varejo.

⁴²⁴ Um exemplo, no contexto de modelos com efeitos fixos, consiste em especificações com caráter linear para a variável dependente, logarítmico para a VI1 e VC2, linear para a VI2 e VC1. A introdução da VC2 no modelo (bem como a troca da VI1 primária para instrumental), apesar de fornecer maior R2 e níveis de significância para as variáveis independentes, levou a VI2 a alterar seu sinal. Em complemento, especificações com caráter logarítmico para a variável dependente e contendo alternativamente VC1 e VC2, ou então ambas, obtiveram performances parecidas em termos de R2 e critérios de elegibilidade, sugerindo que é possível renunciar à VC2 em prol de menor endogeneidade. Outro fator nesse sentido é que o erro padrão do estimador do coeficiente VI2 (em relação ao valor do estimador) se manteve próximo nas especificações comparadas, sendo até menor no caso em que a VC1 é utilizada solo.

Figura VIII.3.3.1 – Mapa de correlações entre as variáveis



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Assim sendo, 8 modelos foram analisados com maior detalhe buscando avaliar *trade-offs* como: i) interpretabilidade dos coeficientes; ii) qualidade da regressão via estatística de R2; iii) erro padrão dos estimadores dos coeficientes; iv) análise de resíduos em busca de violações das premissas básicas do modelo de mínimos quadrados ordinários.



Tabela VIII.3.3.1 – Resultados dos 8 modelos econométricos selecionados para avaliação minuciosa

Variável Dependente	Modelos							
	3 (1) avg.bid.ask	5 (2) avg.bid.ask	9 (3) avg.bid.ask	11 (4) avg.bid.ask	27 (5) avg.bid.ask.ln	29 (6) avg.bid.ask.ln	33 (7) avg.bid.ask.ln	35 (8) avg.bid.ask.ln
Intercepto	0.1849*** (0.0019) [0.0000] [0.1812, 0.1886]	0.2164*** (0.0022) [0.0000] [0.2121, 0.2206]	0.1813*** (0.0015) [0.0000] [0.1784, 0.1842]	0.2158*** (0.0017) [0.0000] [0.2124, 0.2192]	-1.2145*** (0.0193) [0.0000] [-1.2522, -1.1767]	-0.5870*** (0.0222) [0.0000] [-0.6305, -0.5436]	-1.4223*** (0.0150) [0.0000] [-1.4518, -1.3929]	-0.7371*** (0.0178) [0.0000] [-0.7719, -0.7023]
intra.vol	0.2738*** (0.0084) [0.0000] [0.2573, 0.2904]		0.2801*** (0.0084) [0.0000] [0.2636, 0.2967]		4.6056*** (0.0862) [0.0000] [4.4365, 4.7746]		4.7956*** (0.0861) [0.0000] [4.6269, 4.9644]	
intra.vol.ln		0.0068*** (0.0003) [0.0000] [0.0062, 0.0073]		0.0070*** (0.0003) [0.0000] [0.0065, 0.0076]		0.1393*** (0.0029) [0.0000] [0.1336, 0.1449]		0.1477*** (0.0029) [0.0000] [0.1420, 0.1533]
lit.volume.lagged.ln	-0.0092*** (0.0001) [0.0000] [-0.0094, -0.0090]	-0.0092*** (0.0001) [0.0000] [-0.0094, -0.0090]	-0.0093*** (0.0001) [0.0000] [-0.0095, -0.0091]	-0.0093*** (0.0001) [0.0000] [-0.0095, -0.0091]	-0.1558*** (0.0010) [0.0000] [-0.1578, -0.1539]	-0.1549*** (0.0010) [0.0000] [-0.1569, -0.1530]	-0.1564*** (0.0009) [0.0000] [-0.1582, -0.1546]	-0.1563*** (0.0009) [0.0000] [-0.1581, -0.1545]
pf.lit.%	-0.0059*** (0.0010) [0.0000] [-0.0079, -0.0038]	-0.0038*** (0.0010) [0.0002] [-0.0059, -0.0018]			-0.2901*** (0.0107) [0.0000] [-0.3110, -0.2693]	-0.2892*** (0.0106) [0.0000] [-0.2901, -0.2484]		
pf.lit.%ln			-0.0020*** (0.0002) [0.0000] [-0.0024, -0.0016]	-0.0017*** (0.0002) [0.0000] [-0.0021, -0.0013]			-0.0808*** (0.0020) [0.0000] [-0.0848, -0.0768]	-0.0791*** (0.0020) [0.0000] [-0.0831, -0.0751]
Observações	158742	158742	158742	158742	158742	158742	158742	158742
R ² Ajustado	0.084	0.081	0.084	0.082	0.180	0.178	0.185	0.182

Nota: A tabela apresenta coeficientes de regressão OLS. Para cada variável, a primeira linha mostra o coeficiente, a segunda o erro padrão (em parênteses), a terceira o p-valor [em colchetes] e a quarta o intervalo de confiança de 95%. As estimativas de significância estatística são representadas por: ** para $p < 0.005$, e *** para $p < 0.001$.

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Em linhas gerais, modelos do caráter log-log e log-lin obtiveram estatísticas R2 superiores a modelos lin-lin e lin-log, já tornando-os candidatos mais fortes a seguirem na avaliação. Contudo, verificou-se sinais mais evidentes de violação dos pressupostos básicos dos modelos de mínimos quadrados ordinários nos modelos onde a variável dependente encontra-se no formato linear.

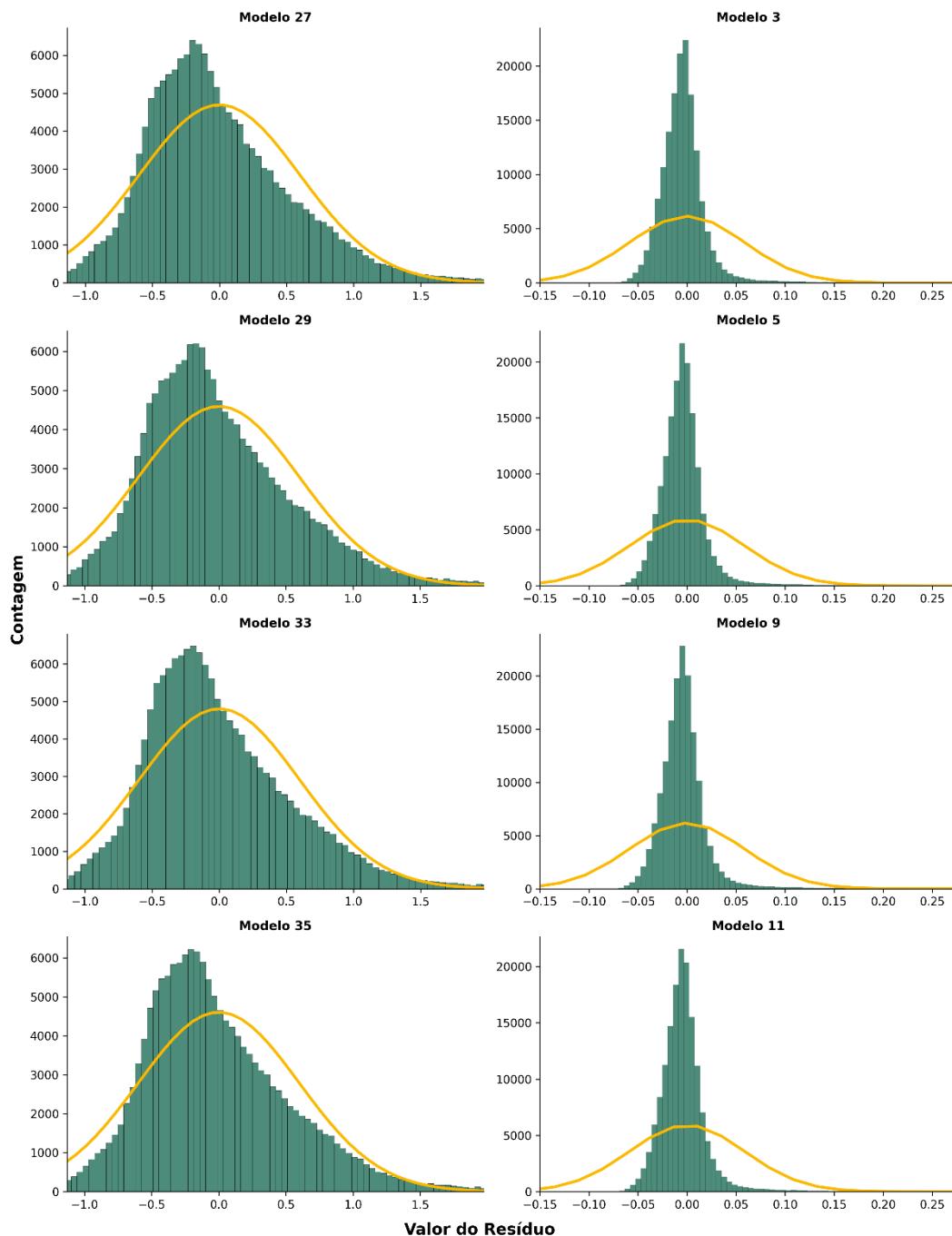
Isso ocorreu em especial ao comparar os gráficos de gráficos de quartil-quartil (Figura VIII.3.3.3 abaixo). Após diligências, verificou-se que a presença de spreads nominais outliers, mesmo restrita a nível de percentil 99, acarreta maiores sinais de não-normalidade nas distribuições dos resíduos do segundo grupo⁴²⁵.

Verificou-se que poucos ativos, normalmente ações de menor liquidez (ainda que dentro do corte proposto pela B3), são responsáveis por esses outliers extremos, o que tende ainda a provocar alguns sinais de heterocedasticidade em ambos os grupos de especificação (Figura VIII.3.3.4 abaixo). Tais constatações ainda condicionarão a análise subsequente a priorizar spreads ponderados por volume negociado, uma vez que tais outliers tendem a estar correlacionados com observações diárias de baixo volume financeiro, em termos comparativos.

⁴²⁵ Foram identificados 2071 resíduos padronizados (de 158.742 observações) acima de dois desvios padrão, referentes a 42 ativos, sendo que quase metade correspondeu a um único ativo, o qual possuía spreads nominais muito altos na janela de observação.

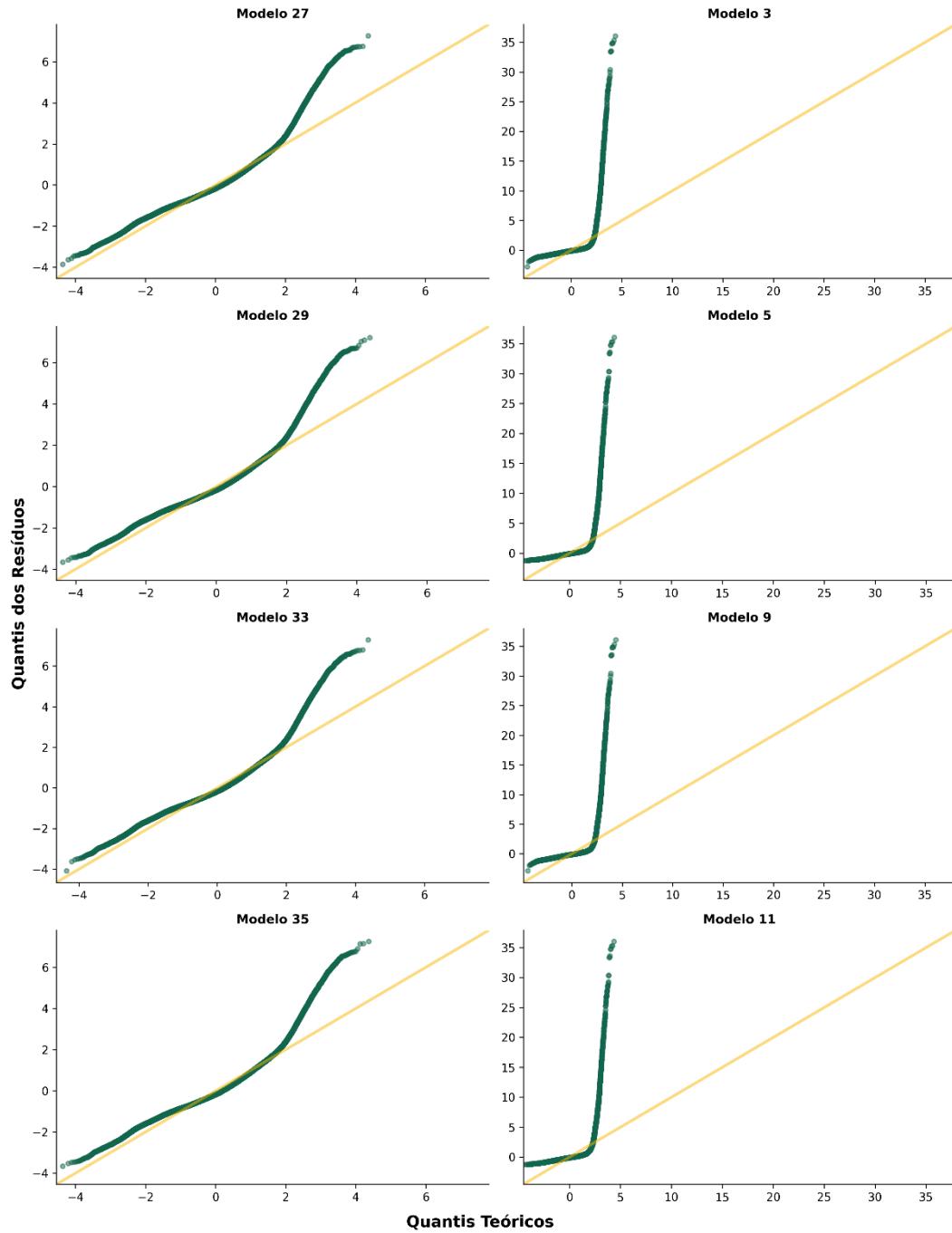
O uso da escala logarítmica na variável dependente acaba por suavizar os efeitos dos outliers, tornando o primeiro grupo de modelos mais aderentes ao pressuposto da normalidade de resíduos, a despeito do desvio da distribuição empírica para a esquerda em relação à curva normal teórica (Figura VIII.3.3.2 abaixo).

Figura VIII.3.3.2 – Histograma dos resíduos padronizados versus curva normal teórica parametrizada com base nos modelos, com ajuste de escala, para os oito modelos analisados em maior detalhe



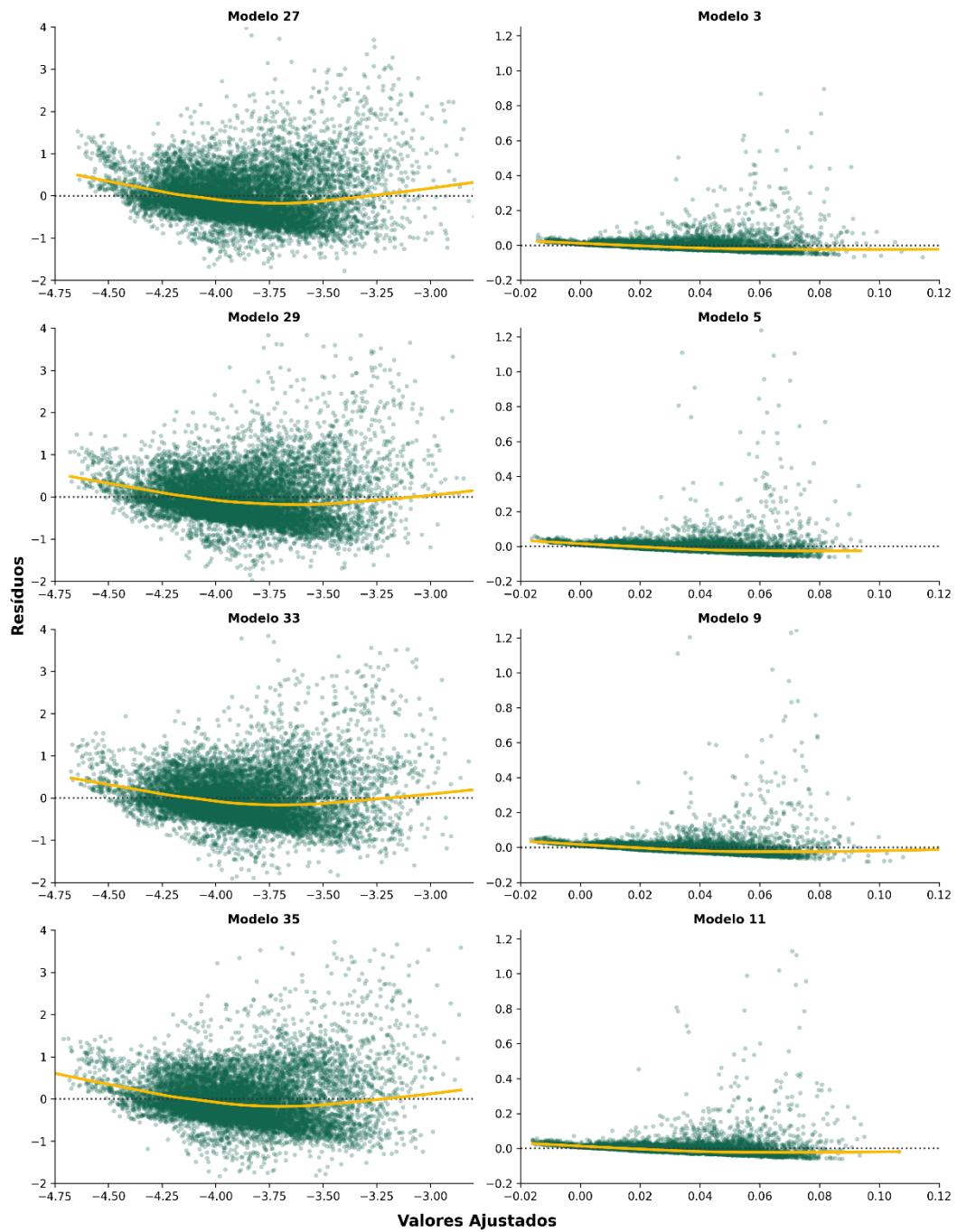
Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Figura VIII.3.3.3 – Gráfico quantil-quantil dos resíduos padronizados versus curva normal teórica parametrizada com base nos modelos, com ajuste de escala, para os oito modelos analisados em maior detalhe



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Figura VIII.3.3.4 – Gráfico de dispersão dos resíduos padronizados com base nos modelos, com ajuste de escala, para os oito modelos analisados em maior detalhe



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.



Sendo assim, optou-se por seguir apenas com modelos nos quais a variável dependente é de caráter logarítmico (27 a 35), resultando em quatro opções de modelos a serem detalhadamente simulados e comparados.

A interpretação dos coeficientes dos modelos merece um pouco de cuidado, uma vez que temos uma mistura de variáveis em formato linear e logarítmica, sendo necessário o uso de propriedades matemáticas logarítmicas para auxílio. Importante ainda notar que nos modelos logarítmicos, a sensibilidade do impacto da variável independente sobre a dependente pode variar muito a depender do patamar inicial da variável dependente e da magnitude do impacto, o que é o caso em tela⁴²⁶. Dessa maneira, é necessário cálculos considerando mais de um cenário, para aferição dessa sensibilidade.

Conforme explicitado, na modelagem acima, foi utilizada a visão de alocação monetária para o cálculo da VI2. Outro fato é o de existir uma parcela dos negócios que são fechados entre pessoas naturais (nossa *proxy* de “varejo”). Assim, a percentagem do volume financeiro negociado diário médio (ADV) que contém *alguma* pessoa natural é inferior ao dobro da alocação às pessoas naturais.

Assim, a retirada da alocação ao varejo no ambiente “*lit*” pode ser considerada apenas um piso para a retirada de volume financeiro “*lit*” negociado, pois as contrapartes desses negócios, quando “não varejo”, poderiam ser desincentivadas a permanecer no livro de ordens visível, considerando o aumento da seleção adversa.

Para obter o teto, ou seja, o cômputo do valor dos negócios nos quais ao menos uma das contrapartes é uma pessoa natural, é necessária a visão “negócio”, na qual reconstrói-se os negócios com base nas alocações, com indicadores de tipo de participante⁴²⁷. Esse teto é distinto do dobro do valor alocado para pessoas naturais justamente porque existe uma fração dos negócios onde pessoas naturais negociam entre si.

⁴²⁶ Ver: HUNTINGTON-KLEIN, Nick, **The Effect: An Introduction to Research Design and Causality**, 1. ed. Boca Raton: Chapman and Hall/CRC, 2021, p. 216–217.

⁴²⁷ A limitação dessa técnica é a impossibilidade de identificar, a partir dos dados do SAM, as contrapartes de negócios envolvendo alocações por preço médio, o que ocorre a partir de 21/05/2024. Ou seja, a visão alocação é mais adequada para análise dos totais, porém um estudo detalhado de contrapartes de negócio exige a visão negócio, que não reporta uma parcela muito pequena das negociações.



Tabela VIII.3.3.2 – Volume médio diário negociado em ações e units no mercado à vista “lit”, em R\$bi⁴²⁸

Ano	(1) ADV “lit” total, com base na visão alocação, em R\$ bi	(2) % ADV “lit” contendo alguma PN, com base em proporção da visão negócio	(3) % ADV “lit” contendo apenas PN, com base em proporção da visão negócio	(4) % ADV “lit” alocado a PN, com base em proporção da visão alocação
2024	19.13	26.4%	3.4%	15.0%
2023	20.42	27.0%	3.2%	15.2%
2022	25.97	29.3%	3.3%	15.5%
2021	28.81	37.0%	5.0%	20.6%
2020	25.04	41.0%	6.9%	24.0%
2019	13.91	35.5%	5.8%	20.6%

Fonte: CVM.

É possível considerar que essa diferença entre o percentual do volume *alocado às pessoas naturais* e o percentual do volume financeiro diário médio (ADV) que *contém alguma pessoa natural* já possa consistir em parte num efeito secundário de redução de liquidez, conforme suscitado pela B3, no sentido de que o livro seria esvaziado por participantes preocupados com a elevação na seleção adversa, ocasionando uma queda adicional de volume, que poderia levar a um ciclo vicioso, chegando ao extremo de impactar a alocação mínima de *portfolio* dos gestores estrangeiros.

Contudo, pode ser prudente incluir um novo adicional de queda de ADV nessa modelagem, justamente devido a esse efeito secundário. Assim sendo, utilizaremos o valor adicional de 10% do ADV (em relação ao ADV atual) como cenário estressado. Ou seja, temos a coluna (4) da tabela acima como um mínimo para a queda de volume, a coluna (2) como um teto, e como um efeito secundário de estresse o adicional de 10% do ADV, a ser somado ao teto.

⁴²⁸ Inclui todos os instrumentos “equity” e assemelhados do mercado à vista, como FII, ETF e BDR. Consideramos o mercado “lit” como a soma de pregão regular e leilões de abertura e fechamento. Negócios onde houve alocação mista em uma das pontas (pessoas naturais e outros) não foram consideradas como pessoa natural, por precaução. Considerou-se que tais negociações possuíram auxílio profissional e logo podem ter sido realizadas com um perfil que aparenta seleção adversa inferior.



Finalmente, é necessário mapear os valores acima aos coeficientes da regressão numa análise de cenários, para calcular os efeitos das alterações imaginadas nos cenários da VP 2. Teríamos, portanto, valores possíveis de elevação de *spread*, que podem ser usados para chegar à modelagem de custos e benefícios.

Os valores, relembra-se, são obtidos usando as propriedades logarítmicas necessárias para cada modelo⁴²⁹. Será utilizado os valores referentes a 2024 por serem mais recentes e melhor representarem o *status quo*. As reduções observadas a partir de 2020 já foram especificadas nos *spreads* reais e incorporadas no modelo para obter os coeficientes das regressões.

Tabela VIII.3.3.3 – Estimativas de elevação do “bid-ask spread” oriundos de uma retirada quase total do volume financeiro negociado pelo perfil “varejo” no ambiente de bolsa “lit”, em modelagem própria

	Efeito de queda do volume financeiro “lit”			Efeito de queda do percentual alocado às PN no mercado “lit”			Total		
	Piso	Teto	Com Adicional	Queda de 15% para 1%	Queda de 15% para 1.5%	Queda de 15% para 2%	Piso + Média	Teto + Média	Com Adicional + Média
MODELO 27	2.6%	4.9%	7.3%	4.1%	4.0%	3.8%	6.6%	8.9%	11.3%
MODELO 29	2.5%	4.9%	7.3%	3.8%	3.7%	3.6%	6.3%	8.6%	11.0%
MODELO 33	2.6%	4.9%	7.3%	24.5%	20.4%	17.7%	23.4 %	25.8 %	28.2%
MODELO 35	2.6%	4.9%	7.3%	23.9%	20.0%	17.3%	23.0 %	25.3 %	27.7%
Média dos melhores modelos	2.6%	4.9%	7.3%	14.1%	12.0%	10.6%	14.8 %	17.2 %	19.5%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

⁴²⁹ Para cálculos envolvendo a VI2, será considerado para fins de não distorção, no contexto de transformações logarítmicas, que o percentual alocado ao varejo no mercado “lit” (visão alocação) cairá de 15% para 1%. Um decaimento a valores próximos a zero, no limite, faria o efeito ser exponencialmente grande, distorcendo a análise. Como um exemplo, no Modelo 35, de caráter log-log, os cálculos de sensibilidade levam a uma alta de “bid-ask spread” nominal de 23.9% no caso de uma queda de 15% para 1% no percentual alocado ao varejo. Essa alta seria de 17.3% e 13.6% no caso de quedas para 2% e 3%, respectivamente.



Os valores acima podem ser comparados com o cálculo inicial de alta de 21% no “*bid-ask spread*” nominal, efetuado pela B3 em sua modelagem⁴³⁰:

- Em primeiro lugar, é possível afirmar que a média dos cenários estressados aqui modelados é ligeiramente menor do que a estimativa base da B3.
- Segundo, nota-se que no **pior** cenário (Modelo 33), o efeito unicamente devido à alteração da composição do fluxo equivale a uma alta média de 20.9% no spread, praticamente equivalente a estimativa da B3, a qual não considerou o volume financeiro na modelagem econometrífica. Poderia ser argumentado que tal valor seria passível de ser contrabalanceado no caso de uma elevação posterior do volume financeiro negociado, por razões de um cenário macroeconômico mais favorável.

Outra simulação possível consiste no cenário oposto, onde a internalização é vedada, tanto nos negócios diretos como no RLP. No entanto, como pode ser visto abaixo, a reintrodução dos negócios diretos teria um efeito misto sobre o “*bid-ask spread*” cotado, uma vez que na prática o instrumento conta quase que exclusivamente com investidores institucionais.

Tabela VIII.3.3.4 – Proporção dos negócios diretos e RLP em relação ao volume financeiro “lit”

Ano	(1) ADV “lit” total, com base na visão alocação, em R\$ bi	(2) %_ADV “lit” alocado a PN, com base em proporção da visão alocação	(3) ADV dos negócios diretos, em R\$ bi	(4) ADV das PN nos negócios diretos, em R\$ bi	(5) ADV do RLP ações, em R\$ bi	(6) ADV das PN no RLP ações, em R\$ bi
2024	19.13	15.0%	1.77	0.012	0.07	0.035
2023	20.42	15.2%	1.76	0.010	0.11	0.055
2022	25.97	15.5%	1.98	0.010	0.16	0.080
2021	28.81	20.6%	2.18	0.033	-	-
2020	25.04	24.0%	1.69	0.017	-	-
2019	13.91	20.6%	1.58	0.016	-	-

Fonte: CVM.

⁴³⁰ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p.88.



Conforme tabela abaixo, partindo do *status quo* (2024), temos que a reinclusão apenas dos negócios diretos no livro “*lit*” elevaria este ADV em 9.25%, e consequentemente a proporção agregada de pessoas naturais no mercado “*lit*” cairia a 13.8%. Logo, utilizando os coeficientes de regressão dos melhores modelos, temos a Tabela VIII.3.3.5 abaixo:

Tabela VIII.3.3.5 – Estimativas de queda no “bid-ask spread” nominal oriundos de uma reinclusão no ambiente de bolsa “*lit*” dos volumes financeiros negociado no mercado “dark”, em modelagem própria

	Efeito sobre o volume financeiro “ <i>lit</i> ”	Efeito sobre o percentual alocado às PF no mercado “ <i>lit</i> ”	Total
MODELO 27	-1.3%	0.3%	-1.0%
MODELO 29	-1.3%	0.3%	-1.0%
MODELO 33	-1.4%	0.7%	-0.7%
MODELO 35	-1.4%	0.7%	-0.7%
Média dos melhores modelos	-1.3%	0.5%	-0.9%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Ou seja, na média, a reinclusão dos negócios diretos resultaria numa queda de apenas 0.9% do “*bid-ask spread*” cotado, em troca de perda de funcionalidades de negociação relevantes para os investidores institucionais, o que tende a desqualificar a opção VP 1.5.

Em seu turno, argumenta-se que o efeito de reinclusão do volume transacionado no RLP seria muito pequeno, dado que em 2024 seu volume financeiro alocado ao varejo consistia em apenas 1.15% do volume financeiro “*lit*” correspondente. Analisando apenas o volume referente a ações que negociam tanto no RLP como no “*lit*”, verifica-se que em 2024, 74% do volume do RLP foi alocado apenas a uma ação, e que a média (por ação) da referida relação entre volumes encontrava-se em 3% inclusa esta ação específica, e 2.7% excluída esta ação.

Finalizando, resta dizer que os valores obtidos nesta seção serão utilizados num cálculo de custo-benefício integrado com as demais variáveis em seção posterior.



VIII.4. Complementos à modelagem, da B3 acerca de efeitos de efeitos da seleção adversa sobre o “*bid-ask spread*” nominal cotado

Com o objetivo de fazer uma dupla checagem sobre as premissas e resultados publicados pela B3, a base de dados utilizada pela companhia foi obtida e complementada com as variáveis de controle. Nota-se que o “*bid-ask spread*” utilizado na modelagem complementar foi o da própria B3, distinto da Bloomberg.

Em sua manifestação, e após diligências adicionais, constatou-se que a companhia utilizou um modelo econométrico de regressão linear simples, da seguinte forma:

Equação VIII.4.1 – Modelo utilizado pela B3 para estimativa de efeitos da seleção adversa sobre a liquidez

$$Bid_Ask_Nominal_{it} = \beta_1 Maior_Concentracao_Tela\%_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ou seja, foi utilizado pela companhia um modelo linear-linear simples, sem intercepto, com a variável independente equivalendo à “maior concentração percentual de perfil no livro na data” (VI3). Essa regressão, após diligências com a companhia, foi reportada como possuindo um coeficiente 0.0117009 e uma estatística R2 de 0.0439113. O efeito da retirada total do varejo do livro sobre o “*bid-ask spread*” nominal, em seu turno, seria de aproximadamente R\$ 0.003 de alta.

Em contraponto, foram testadas combinações de modelos com ou sem logaritmos naturais, com ou sem efeitos fixos, técnica de variável instrumental, com ou sem ambas as variáveis de controle, com e sem o logaritmo natural do volume financeiro “*lit*”, num total de 144 possibilidades, com o intuito único de estressar os resultados obtidos para a VI3. A técnica utilizada foi a mesma da modelagem proprietária, apenas substituindo a VI2 (“percentual do volume financeiro “*lit*” negociado pelo perfil varejo”) pela VI3 (“maior concentração diária de perfil no livro na data”), escolhida pela B3.

Equação VIII.4.2 – Modelo genérico para identificação de efeitos da seleção adversa sobre a liquidez, em modelagem complementar à B3

$$\begin{aligned} Bid_Ask_Nominal_{it} \\ = \alpha_i + \beta_1 \ln Volume_Lit_{it} \\ + \beta_2 Maior_Concentracao_Perfil\%_{it} + \gamma_k X_{it} + \theta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$



Analisando os resultados obtidos nos 144 modelos pesquisados, optou-se por descartar modelos com base nos seguintes critérios: i) os coeficientes referentes às variáveis independentes (distintas daquelas de controle) não resultaram nos sinais esperados pela teoria; ii) os coeficientes das variáveis independentes não foram ambas significativas estatisticamente ao nível de 1% de significância; iii) a estatística “F” não foi significativa ao nível de 1%, como forma de assegurar a qualidade do modelo como um todo; iv) o coeficiente R2 esteve abaixo do valor obtido pela companhia em sua modelagem.

Após tais filtros, 72 possibilidades de modelo restaram, sendo que nenhuma utilizou efeitos fixos. Assim como na modelagem proprietária, modelos nos quais a variável dependente esteve em formato logarítmico possuíram maior performance em termos da métrica R2, sendo em consequência mantidos.

Novamente, após não ser verificada elevação expressiva de performance em termos de R2 para modelos semelhantes, variantes contendo a VC2 (“capitalização de mercado”) serão descartados, para evitar risco de endogeneidade, resultando em 24 modelos.

Observou-se uma elevação expressiva do R2 dos modelos quando é inclusa na modelagem o volume financeiro negociado no mercado *lit* (VI1)⁴³¹, em ambas as especificações log-lin e log-log. Além disso, verificou-se que o uso de variáveis instrumentais produzia redução do R2 para modelos comparáveis. Logo, optou-se por excluir modelos com variáveis instrumentais.

Nessas condições, 12 modelos restaram, e após verificação de estabilidade de resultados em termos de R2 e de coeficientes de variáveis independentes, optou-se por sempre incluir a volatilidade intradiária como um controle, restando 8 modelos analisados com maior detalhe buscando avaliar *trade-offs* como: i) interpretabilidade dos coeficientes; ii) qualidade da regressão via estatística de R2; iii) erro padrão dos estimadores dos coeficientes; iv) análise de resíduos em busca de violações das premissas básicas do modelo de mínimos quadrados ordinários.

⁴³¹ Aqui, o cálculo utilizou a definição de volume “em tela” da B3 somado ao volume negociado em leilão, conforme reportado pela companhia, para chegar numa metodologia comparável a da modelagem proprietária. Após diligências, verificou-se que o cômputo de volume em leilão utilizado pela B3 incluía apenas o leilão de fechamento, estando o leilão de abertura somado ao volume em pregão, rotulado como “em tela”.



Tabela VIII.4.1 – Resultados dos 8 modelos selecionados para avaliação detalhada

Variável Dependente	Modelos							
	39 - B3 (1) avg.bid.ask.b3.ln	41 - B3 (2) avg.bid.ask.b3.ln	45 - B3 (3) avg.bid.ask.b3.ln	47 - B3 (4) avg.bid.ask.b3.ln	51 - B3 (5) avg.bid.ask.b3.ln	53 - B3 (6) avg.bid.ask.b3.ln	57 - B3 (7) avg.bid.ask.b3.ln	59 - B3 (8) avg.bid.ask.b3.ln
Intercepto	-4.4737*** (0.0100) [0.0000] [-4.4932, -4.4542]	-4.6122*** (0.0167) [0.0000] [-4.6450, -4.5793]	-3.9551*** (0.0075) [0.0000] [-3.9608, -3.9405]	-4.0974*** (0.0167) [0.0000] [-4.1302, -4.0646]	-2.8529*** (0.0244) [0.0000] [-2.8968, -2.8090]	-3.1659*** (0.0243) [0.0000] [-3.2134, -3.1183]	-2.2667*** (0.0225) [0.0000] [-2.3108, -2.2225]	-2.5897*** (0.0252) [0.0000] [-2.6390, -2.5403]
intra.vol	-0.7653*** (0.1110) [0.0000] [-0.9827, -0.5478]		-0.7181*** (0.1110) [0.0000] [-0.9357, -0.5005]		-2.0609*** (0.1093) [0.0000] [-2.2751, -1.8467]		-2.0234*** (0.1094) [0.0000] [-2.2377, -1.8090]	
intra.vol.ln		-0.0326*** (0.0039) [0.0000] [-0.0402, -0.0250]		-0.0317*** (0.0039) [0.0000] [-0.0393, -0.0241]		-0.0715*** (0.0037) [0.0000] [-0.0788, -0.0642]		-0.0707*** (0.0037) [0.0000] [-0.0780, -0.0634]
maior.concentracao.volume.tela	0.6169*** (0.0187) [0.0000] [0.5802, 0.6535]	0.6065*** (0.0187) [0.0000] [0.5698, 0.6432]		0.6988*** (0.0178) [0.0000] [0.6639, 0.7336]	0.6813*** (0.0178) [0.0000] [0.6463, 0.7163]			
maior.concentracao.volume.tela.ln			0.2937*** (0.0090) [0.0000] [0.2761, 0.3112]	0.2890*** (0.0090) [0.0000] [0.2714, 0.3066]		0.3326*** (0.0085) [0.0000] [0.3159, 0.3492]	0.3247*** (0.0085) [0.0000] [0.3080, 0.3415]	
volume.lit.b3.lagged.ln					-0.0955*** (0.0012) [0.0000] [-0.0979, -0.0932]	-0.0957*** (0.0012) [0.0000] [-0.0981, -0.0934]	-0.0954*** (0.0012) [0.0000] [-0.0978, -0.0931]	-0.0957*** (0.0012) [0.0000] [-0.0980, -0.0933]
Observações	49954	49954	49954	49954	48675	48675	48675	48675
R ² Ajustado	0.022	0.023	0.022	0.023	0.134	0.134	0.133	0.134

Nota: A tabela apresenta coeficientes de regressão OLS. Para cada variável, a primeira linha mostra o coeficiente, a segunda o erro padrão (em parênteses), a terceira o p-valor [em colchetes] e a quarta o intervalo de confiança de 95%. As estimativas de significância estatística são representadas por: ** para $p < 0.005$, e *** para $p < 0.001$.

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

De maneira semelhante à modelagem proprietária, estimamos os efeitos da retirada do volume financeiro negociado pelo perfil varejo do ambiente de bolsa, porém aqui através da suposição de elevação da concentração de perfis, cuja média na amostra da B3 era de 49.2% - isto é, o perfil de maior concentração diária possuía tal média de participação no volume “em tela”.

A B3, em sua manifestação⁴³², suscita uma elevação de até 25% na concentração de perfil com a retirada do varejo do livro, o que representa uma alta de 12.3 pontos percentuais. À semelhança da análise da seção anterior, utilizamos as propriedades logarítmicas e consideramos os volumes financeiros negociados calculados para 2024, os quais poderiam cair em até 36.4%, já considerando efeitos de segunda ordem sobre a liquidez.

Além disso, como os coeficientes das demais variáveis são pouco sensíveis à especificação de logaritmo natural na variável de volatilidade intradiária, vamos considerar a média dos coeficientes para pares de modelos que diferem apenas por esta especificação. Dessa maneira, reduzimos nossa análise a 4 modelos apenas.

⁴³² BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 88.



Tabela VIII.4.2 – Estimativas de elevação sobre o “bid-ask spread” oriundos de uma retirada total do volume financeiro negociado pelo perfil “varejo” no ambiente de bolsa “lit”, na modelagem complementar à B3

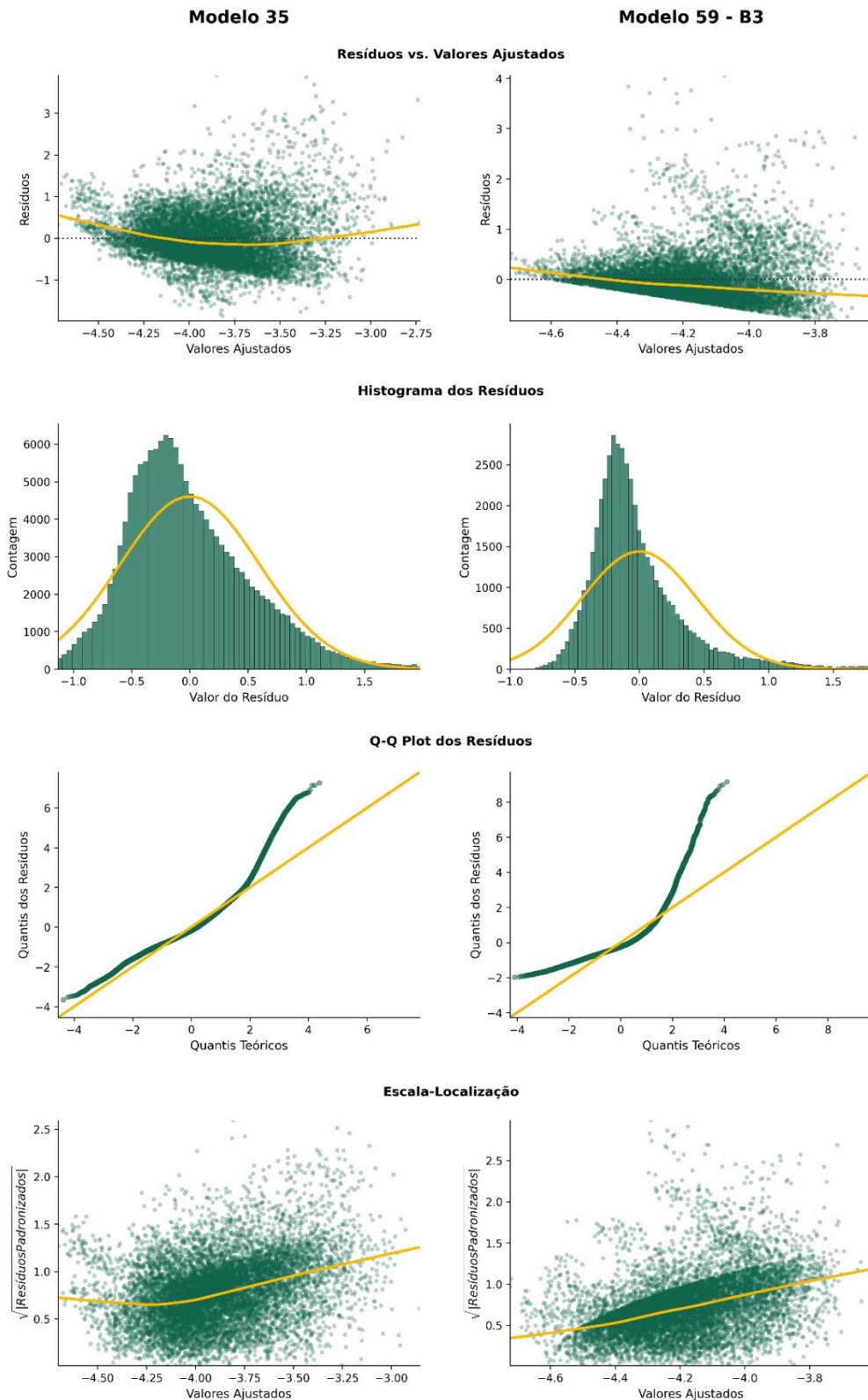
	Efeito de queda do volume financeiro “lit”			Efeito de elevação na concentração de perfil no mercado “lit”	Total		
	Piso	Teto	Com Adicional		Piso	Teto	Com Adicional
	Piso	Teto	Com Adicional	Aumento em 12.3 pp. (25% em relação a 49.2%)			
MODELO 39/41	N/A	N/A	N/A	7.5%	7.5%		
MODELO 45/47	N/A	N/A	N/A	6.4%	6.4%		
MODELO 51/53	1.6%	3.0%	4.4%	8.9%	10.5%	11.9%	13.3%
MODELO 57/59	1.6%	3.0%	4.4%	7.6%	9.2%	10.6%	12.0%
Média dos melhores modelos	1.6%	3.0%	4.4%	7.6%	8.4%	9.1%	9.8%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Conforme Tabela VIII.4.2 acima, para os modelos escolhidos, temos que há um efeito total máximo estimado de elevação de até 13.3% no “bid-ask spread” nominal cotado, após controles, em linha com os pressupostos teóricos. Esse valor pode ser comparado com o cálculo inicial de 21% de alta realizado pela B3, em sua modelagem. Vale ainda ressaltar que as duas primeiras linhas da tabela incluem apenas especificações contendo a variável “maior concentração de perfil” na modelagem, à semelhança da modelagem proposta pela B3.

Uma análise dos resíduos de ambas as amostras aponta que para modelos de especificação análoga, aqueles estimados através da amostra da B3 demonstraram maiores sinais de violação dos pressupostos básicos dos modelos de mínimos quadrados ordinários. Por exemplo, segue abaixo comparação entre os modelos com maior R2 obtidos em cada seção, com ênfase no desvio do gráfico de quantil-quantil:

Figura VIII.4.1 - Comparação da análise de resíduos para o Modelo 35 de amostra proprietária e o modelo 59 da amostra B3



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados da regressão.



Em conclusão, a análise realizada nesta seção indica que o cenário de piora de *spread* calculado pela B3 em sua manifestação pública pode ser considerado como **superestimado**, quando estimado com base na VI3 (“maior concentração diária de perfil no livro na data”). Além disso, comprehende-se que modelagens com base na amostra utilizada pela B3 encontram-se mais propensas a violações dos pressupostos básicos da técnica de mínimos quadrados ordinários, o que nos coloca em condições de conceder preferência para as estimativas proprietárias obtidas na seção anterior.

II. COMPARAÇÃO DAS ALTERNATIVAS E RECOMENDAÇÃO

IX.1. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – seleção adversa e custos explícitos

Conforme já discutido, cada uma das variáveis parâmetro (“VP”) possuem efeitos quantitativos, alguns mais facilmente mensuráveis do que outros. Em alguns casos, como na VP2, pode fazer sentido uma análise mais pormenorizada para obtenção de uma estimativa razoável, ao passo que para outras resta apenas a identificação das relações causais e a simulação de cenários com algum grau de subjetividade.

O objetivo finalístico da análise é fornecer um modelo integrado, capaz de resultar numa mensuração de custo-benefício para alternativas regulatórias que englobem certas opções para todas as variáveis.

Para que seja facilitada a análise e uma modelagem de cenários com as 16 variáveis, cenários extremos para a VP2 serão modelados, em conjunto com escolhas de flexibilização da VP1, isto é, um cenário de internalização total do volume de varejo em mercado de balcão composto a um adicional de queda de volume de negociação institucional, levando em conta eventuais efeitos de segunda ordem. Ou seja, busca-se avaliar cenários de canto em primeira instância, para adentrar situações intermediárias posteriormente.

Inicialmente, a média dos melhores modelos econôméticos da modelagem proprietária pode ser utilizada, e presume-se que a internalização é permitida em algum ambiente de mercado de balcão organizado, sem restrições ao fracionamento de “*tick-size*” e sem requerimentos de melhorias de preço. Ou seja, inicialmente, apenas os efeitos máximos acarretados pela seleção adversa serão analisados, num cenário de maior permissividade em relação a salvaguardas de conduta, para a obtenção de conclusões acerca de cenários limite no que tange esse problema regulatório específico.



Conforme exposto pela B3 em sua manifestação, e aqui adaptado, é possível utilizar uma simulação de cenários que considere o preço médio e a quantidade média de ativos negociados pelos perfis de negociantes no mercado “*lit*”, bem os como efeitos monetários oriundos de alterações no “*bid-ask spread*” nominal cotado sobre o volume financeiro ali efetivamente negociado.

Os perfis de negócio no mercado secundário serão, por simplicidade, divididos apenas entre investidores de varejo (fluxo menos informado) e investidores institucionais (fluxo mais informado). Uma vez que a suposição é a de que as contrapartes do varejo então internalizado retirar-se-iam do livro em função da maior seleção adversa em caso de níveis relevantes de internalização, tal divisão para fins de simulação é plausível, já que o volume financeiro “*lit*” seria esvaziado dos perfis “neutros” em termos de efeitos da seleção adversa.

Dessa maneira, parte-se do diferencial de spread estimado através dos modelos econométrico proprietários, acarretando num diferencial monetário referente ao quantitativo de ativos negociados ao ano remanescentes⁴³³. Ou seja, esse quantitativo será alterado para algum dos perfis apenas caso presuma-se redução de volume financeiro “*lit*” de sua parte⁴³⁴.

Considerando que necessariamente há frações bem díspares dos volumes de negociação alocáveis aos investidores de varejo e demais investidores, além de calcular as sensibilidades monetárias gerais, é necessário converter as sensibilidades como pontos base em relação ao volume negociado por cada tipo de participante, como forma de obter efeitos proporcionais. Esses dois critérios, *conjuntamente*, serão utilizados como indicadores de custo-benefício líquido dos cenários.

⁴³³ Existe uma diferença entre o perfil dos ativos negociados por investidores de varejo e investidores institucionais. Contudo, uma vez que as estimativas de elevação de spread e de melhoria de preço foram realizadas em termos de médias para os ativos negociados, também utilizaremos médias dos preços dos ativos nas simulações, como forma de manter a análise coerente. Dessa forma, o volume financeiro negociado no mercado “*lit*” será utilizado como a razão de proporção para obter a quantidade média de ativos negociada por cada grupo, partindo do preço médio geral do mercado “*lit*”.

⁴³⁴ No caso de internalização, o volume de varejo remanescente sofrerá com a alta de spread, bem como as contrapartes remanescentes. Conforme já explicitado, o mercado “*lit*” é suposto como esvaziado do volume de varejo internalizado, bem como eventualmente de sua contraparte “neutra” em termos de seleção adversa. No mais, a suposição é de ADV total e relativo inalterado entre perfis com o tempo (apenas corrigido pela inflação).



Logo, para uma primeira simulação de cenários, podemos partir do “*bid-ask spread*” nominal cotado médio verificado na amostra proprietária, obtida via Bloomberg, do preço médio dos ativos negociados, dos volumes médios diários negociados pelos perfis de participantes (quantidade de ativos e volume financeiro), inclusive segregado em agressores e agredidos, e das estimativas de possíveis elevações no spread (conforme Tabela IX.1.1) e de melhoria de preços (27%, tomando o mercado estadunidense como referência):

Tabela IX.1.1 – “*Bid-ask spread*” cotado médio ao longo da amostra, para os instrumentos financeiros inclusos na modelagem, conforme critérios mínimos de liquidez utilizados pela B3, e proporção geral de varejo agressor no volume financeiro “*lit*”

Ano	Média simples	Média ponderada por volume financeiro “ <i>lit</i> ”	Percentual de varejo agressor em relação ao volume de varejo “ <i>lit</i> ”
Média	0.029226	0.019242	40.2%
2024	0.025499	0.019341	38.8%
2023	0.027837	0.018109	39.3%
2022	0.032742	0.018845	41.0%
2021	0.032656	0.021607	40.7%
2020	0.029272	0.019752	40.6%
2019	0.027354	0.017798	40.6%

Fonte: Bloomberg e CVM.

Também é necessário considerar como premissa que a elevação do *spread* consiste num custo para o sistema como um todo, impactando todo o volume financeiro negociado – diferentemente da B3, consideraremos apenas o volume financeiro “*lit*” remanescente após qualquer suposição de queda de volume total devido à internalização.



Eventual melhoria de preço em operação internalizada só será apropriada pela proporção agressora (“*taker*”) dos investidores de varejo – aqui, diferentemente dos EUA, onde os investidores de varejo tendem a quase sempre negociar de maneira agressora com um internalizador, a média de proporção do varejo agressor dentro do volume financeiro “*lit*” de varejo encontra-se em 40.2%⁴³⁵.

Num primeiro momento, apenas o efeito oriundo da seleção adversa será mapeado. Posteriormente, em complemento, será considerado que todos os investidores de varejo internalizados obterão uma economia cheia referente aos emolumentos vigentes da B3, atualmente em 0.5 pontos base para ativos no mercado à vista⁴³⁶. Tal suposição parte da premissa de que não há razões para elevação de taxas de corretagem em função de eventual internalização de ordens, sendo conservador postular que não necessariamente haveria reduções⁴³⁷.

Além disso, nesse segundo momento, a simulação considerará variações nas taxas de pós-negociação. Isso porque em eventual ambiente de balcão bilateral, é possível haver liquidação bilateral, a qual tende a ser menos custosa que a liquidação via contraparte central. Além disso, é possível simular alterações nas taxas vigentes, considerando que a B3 poderia alocar mais peso aos serviços da central depositária do que atualmente o faz – atualmente a B3 aloca apenas 0.26 pontos base dos 2.5 totais de pós negociação.

⁴³⁵ Pressupõe-se que o varejo “*maker*”, com ofertas não agressoras, na pior hipótese, negociará quando o preço de referência do mercado “*lit*” seja atingido, através de uma oferta agressora imediata do internalizador a tal preço. Nesse sentido, não necessariamente haveria uma melhoria de preço em relação ao melhor preço do mercado “*lit*”, ainda que possa ser cogitada uma execução antecipada, com melhoria de preço, a critério do internalizador. Logo, conservadoramente, apenas o varejo “*taker*” será incluso no cálculo de melhoria de preços. É possível que outros benefícios ao investidor de varejo possam ocorrer, como uma execução internalizada mais rápida ao mesmo preço de referência, uma vez que haveria mais de um ambiente de execução, reduzindo a fila de prioridade, ou então uma quantidade internalizada ao preço de referência superior àquela obtenível no primeiro nível do livro visível. Por fim, conforme já citado acima em BARARDEHI *et al*, Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?, p. 4-5. os dados referentes aos *disclosures* da Rule 606 estadunidense mostram que na ausência de restrições pode haver internalização de ordens limitadas não agressoras, ainda que não em sua totalidade.

⁴³⁶ Ver: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/tarifas/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/tarifas-de-acoes-e-fundos-de-investimento/a-vista/

⁴³⁷ A SMI, em sua análise amostral de 2023, verificou que quase não havia uma vinculação entre oferecimento de corretagem gratuita e participação no programa de RLP para o mercado à vista de ações, ao passo que tal vinculação era prevalente no mercado de minicontratos futuros. No mercado à vista de ações (assim como no mercado de minicontratos, indiretamente), nas situações em que se verificou gratuitude, ela encontrava-se atrelada a operações “*day-trade*”. A questão da corretagem gratuita, por sua vez, encontra-se inserida em questões comerciais dos grupos econômicos que transcendem o RLP, ainda mais considerando o baixo volume financeiro negociado em RLP para o mercado a vista de ações, quando comparado com o mercado “*lit*”. Dessa forma, parece seguro supor taxas de corretagem inalteradas. Ver: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, p. 7.



Tabela IX.1.2 – Impactos monetários (R\$ mi ao ano e pontos base) aos perfis de investidores, oriundos da seleção adversa na ausência de limites ao volume internalizado⁴³⁸

	Cenário 1 – Piso de queda de ADV (15%), média dos melhores modelos	Cenário 2 – Teto de queda de ADV (26.4%), média dos melhores modelos	Cenário 3 – Teto+adicional de queda de ADV (36.4%), média dos melhores modelos	Cenário 4 – Piso de queda de ADV (15%), modelo com menor elevação de spread	Cenário 5 – Teto+adicional de queda de ADV (36.4%), modelo com maior elevação de spread
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread médio)	-1059.1	-1061.8	-1046.9	-447.4	-1510.4
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread ponderado)	-697.3	-699.0	-689.3	-294.6	-994.4
Ganhos líquidos ao varejo, efeito melhoria de preços deduzida de piora de spread (R\$ - spread médio)	82.3	73.7	64.7	114.0	32.6
Ganhos líquidos ao varejo, efeito melhoria de preços deduzida de piora de spread (R\$ - spread ponderado)	54.2	48.5	42.6	75.1	21.5
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread médio)	-2.61	-3.02	-3.44	-1.10	-4.96
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread ponderado)	-1.72	-1.99	-2.27	-0.72	-3.27
Ganhos líquidos ao varejo, efeito melhoria de preços deduzida de piora de spread (bps - spread médio)	1.15	1.03	0.90	1.59	0.45
Ganhos líquidos ao varejo, efeito melhoria de preços deduzida de piora de spread (bps - spread ponderado)	0.75	0.68	0.59	1.05	0.30

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

⁴³⁸ No Cenário 1, não é prevista saída de investidores institucionais dos ambientes “lit”. Isso ocorre apenas nos demais cenários.



Da primeira tabela depreende-se que *inexiste cenário em termos monetários em que o ganho líquido dos investidores de varejo supera a perda dos investidores institucionais, analisando exclusivamente o efeito da elevação da seleção adversa sobre o volume financeiro restante no mercado “lit”*. Percebe-se ainda que quanto menor o valor do spread nominal, menor será o efeito monetário, o que explica os resultados menores, em termos absolutos, para os cálculos com o spread ponderado, este menos afetado por outliers.

Também é necessário verificar os resultados em termos relativos, uma vez que o volume financeiro negociado pelo varejo é bem inferior. Olhando a relação entre os efeitos monetários calculados e o volume financeiro de cada perfil de investidor, relação essa convertida em pontos base, *existe apenas um cenário limite, com a menor elevação de spread estimada possível, na qual o ganho aos investidores de varejo, em termos relativos, supera as perdas dos investidores institucionais*.

Todavia, é necessário continuar a exploração de cenários para considerar a escolha das demais variáveis parâmetro, em especial neste momento a escolha de ambientes possíveis para negociações internalizadas em mercado de balcão bilateral (VP 1.22) e a consequente possibilidade de liquidação bilateral, sem CCP (VP 10.2). Isso porque os efeitos de eventual economia de emolumentos e taxas de pós negociação poderiam alterar as conclusões obtidas acima.

Para tanto, parte-se do Cenário 3 acima, o qual já é conservador e leva em conta a possibilidade de queda adicional de volume financeiro negociado por institucionais num cenário de internalização extrema (efeito de segunda ordem), e cria-se mais três cenários correlatos, o primeiro agregando apenas economia de emolumentos (permitindo negociação em balcão multilateral, VP 1.21), o segundo acrescido da economia total de taxa de pós negociação (VP 1.22), e um final acrescido de uma economia *parcial* de taxa de pós negociação. Sublinha-se que *todo o volume de varejo internalizado*, agressor ou agredido, poderia obter tais economias de custos explícitos, diferentemente da melhoria de preços, modeladas conservadoramente apenas ao fluxo agressor.



Tabela IX.1.3 – Impactos monetários (R\$ bi e pontos base) aos perfis de investidores oriundos da seleção adversa cumulados aos de redução dos custos explícitos de negociação na ausência de limites ao volume internalizado

	Cenário 3 – Teto+adicional de queda de ADV (36.4%), média dos melhores modelos	Cenário 6 – Cenário 3 com economia de 100% nos emolumentos	Cenário 7 – Cenário 3 com economia de 100% nos emolumentos e na taxa de pós negociação	Cenário 8 – Cenário 3 com economia de 100% nos emolumentos e 50% na taxa de pós negociação
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread médio)	-1046.9	-1046.9	-1046.9	-1046.9
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread ponderado)	-689.3	-689.3	-689.3	-689.3
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread médio)	64.7	100.6	280.2	190.4
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread ponderado)	42.6	78.5	258.1	168.3
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread médio)	-3.44	-3.44	-3.44	-3.44
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread ponderado)	-2.27	-2.27	-2.27	-2.27
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread médio)	0.90	1.40	3.90	2.65
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread ponderado)	0.59	1.09	3.59	2.34

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Os dados da tabela mantêm a conclusão anterior em termos monetários, porém jogam luz a possibilidade de um cenário limite com a *média* das estimativas de elevação de spread (Cenário 7), no qual os ganhos *relativos* do varejo, em pontos base, superam as perdas *relativas* dos institucionais, na situação em que todo o volume de varejo internalizado economiza plenamente as taxas de emolumentos (0.5 pontos base) e pós negociação (2.5 pontos base, sendo atualmente 0.26 pontos para o uso da central depositária), para ambos os tipos de spread utilizados no cálculo.



De maneira conexa, relembra-se que o Cenário 7 depende da escolha da VP1 por permissão de operações internalizadas em mercado de balcão bilateral (VP 1.22), utilizando mecanismos de liquidação bilateral, sem CCP (VP 10.2).

Lembra-se ainda que o uso da central depositária (da B3 ou de outra empresa, por interoperabilidade permitida em regulação) ainda seria necessária por força legal, e as taxas atualmente associadas a esse componente específico poderiam ser alteradas pela B3 como estratégia competitiva.

Nesse sentido, uma possibilidade plausível seria a imaginar um subsídio inicial aos investidores de varejo, por parte dos internalizadores concorrentes, de tais custos de pós negociação, como custos proprietários de liquidação, custos de interoperabilidade de centrais depositárias ou custos de depósito centralizado numa infraestrutura concorrente, para viabilizar a economia cheia de taxas de pós negociação aos investidores. Tal movimento seria um custo voluntário dos internalizadores, com objetivo de obter economias de escala iniciais.

Ainda não se engloba neste cálculo, conforme suscitado acima, um acréscimo de custos de compliance ao regulador (em termos de conduta e prudencialmente) para supervisionar a liquidação bilateral, a qual tende a possuir maiores riscos sistêmicos. Tal acréscimo será modelado adiante, de forma integrada com outras variáveis, numa modelagem de custos totais de observância.

O que pode ser proposto de maneira cautelosa até o momento é que a internalização irrestrita, do ponto de vista exclusivo dos custos totais de transação (implícitos, oriundos da seleção adversa, e explícitos, sob a forma de taxas de negociação), só possui relação de custo-benefício aos investidores de varejo em termos relativos, não absolutos, num cenário limite na ausência de custos explícitos.

Tais números nos condicionam a analisar cenários de internalização restrita, seja por restrição explícita ao volume internalizado, seja por escolhas de outras variáveis parâmetro que restrinjam indiretamente o volume internalizado, como por exemplo, requerimentos de melhoria de preço e restrições de fracionamento de “*tick-size*” (VP3).

Para tanto, devemos relembrar acerca do *status quo* e o que já foi comentado na acerca da VP3 – no âmbito do RLP atual existe um requerimento de melhoria mínima de preços e a melhoria média verificada encontra-se em torno de 35% do spread.

Todavia, verificou-se que em 2024 o volume financeiro internalizado alocado ao varejo via RLP no mercado de ações representava apenas 1.2% de sua soma com o volume financeiro “*lit*” correspondente, ao passo que um limite de 30% do volume de varejo é atualmente permitido no RLP. Dessa maneira, vamos introduzir mais alguns cenários, dessa vez conjugando efeitos da seleção adversa e dos custos explícitos em cada um deles.



Um primeiro cenário considerará a média dos melhores modelos econométricos e avaliará os impactos de internalização de apenas 50% do volume de varejo como um limite quantitativo, porém sem melhoria de preço exigida.

Um segundo cenário irá considerar que não há limites formais em termos de volume internalizado (VP 2.2), mas que o requerimento atual de melhoria de preço do RLP mantém-se exigido para toda e qualquer operação internalizada, sem possibilidade de fracionamento de “*tick-size*” (VP 3.1) e com economia de custos apenas de emolumentos (VP 1.21), o que nos condiciona a propor que nessas condições apenas 10% do volume “*lit*” alocado ao varejo seria espontaneamente internalizado. Ou seja, neste cenário, ainda há requerimento de liquidação em CCP.

Esse percentual é inspirado nos números observados para internalização via SI na Europa e via *crosses* no Canadá, e encontra-se em linha com os números vigentes no RLP para as poucas ações participantes do programa. Além disso, nesse cenário, é factível que não haja mais restrição a internalização no mercado fracionário, o que poderia aumentar em mais de 60% o volume atual do RLP alocado a pessoas naturais caso houvesse canalização total desse fluxo, com base nos dados de 2024.

Um terceiro cenário, partindo do segundo, permite internalização em balcão bilateral e flexibiliza a exigência de CCP (VP 1.22 + VP 10.2), postulando que ali o volume financeiro de varejo internalizado subiria a 20%, devido ao maior incentivo financeiro aos investidores, o que ensejaria maior esforço comercial.

Um quarto cenário parte do segundo, porém permite a possibilidade de fracionamento de “*tick-size*”, ao menos nos negócios internalizados (VP 3.2 ou VP 3.4), o que concomitantemente reduziria os valores de melhoria média de preço em relação ao observado no RLP, porém elevaria o volume internalizado.

Portanto, neste cenário específico, uma alteração na suposição de melhoria de preços será realizada, utilizando a média do valor inicial de 27% e das melhorias médias verificadas no RLP, resultando num parâmetro de 30.7% de melhoria de preço (em termos de *spread* cotado). No que abarca o volume financeiro internalizado deste cenário, será suposto que o fracionamento do “*tick-size*” adicionaria dez pontos percentuais ao volume financeiro internalizado inicial, levando o volume financeiro de varejo internalizado a 20% da alocação atual no “*lit*”.

Por fim, um quinto cenário partiria desse quarto e flexibilizaria o requerimento de CCP (VP 1.22 + VP 10.2), somando mais 10 pontos percentuais ao volume financeiro de varejo internalizado, somando 30% da alocação de varejo atual no “*lit*” (valor igual ao limite de volume de varejo atualmente permitido no RLP).



Tabela IX.1.4 – Impactos monetários (R\$ mi e pontos base) aos perfis de investidores oriundos da seleção adversa cumulados aos de redução dos custos explícitos, considerando limites explícitos e implícitos ao volume internalizado

	Cenário 9 – queda de 50% do ADV alocado ao varejo “/it”, média dos melhores modelos	Cenário 10 – queda de 10% do ADV alocado ao varejo “/it”, com melhoria de preço, sem fracionamento de tick-size, média dos melhores modelos	Cenário 11 – queda de 20% do ADV alocado ao varejo “/it”, com melhoria de preço, sem fracionamento de tick-size, sem CCP, média dos melhores modelos	Cenário 12 – queda de 20% do ADV alocado ao varejo “/it”, com melhoria de preço, com fracionamento de tick-size, média dos melhores modelos	Cenário 13 – queda de 30% do ADV alocado ao varejo “/it”, com melhoria de preço, com fracionamento de tick-size, sem CCP, média dos melhores modelos
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread médio)	-337.1	-55.3	-115.6	-115.6	-181.4
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread ponderado)	-221.9	-36.4	-76.1	-76.1	-119.4
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread médio)	137.7	46.4	127.3	81.9	174.3
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread ponderado)	96.8	31.8	98.5	56.4	136.9
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread médio)	-0.83	-0.14	-0.28	-0.28	-0.45
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread ponderado)	-0.55	-0.09	-0.19	-0.19	-0.29
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread médio)	1.92	0.65	1.77	1.14	2.43
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread ponderado)	1.35	0.44	1.37	0.79	1.91

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.



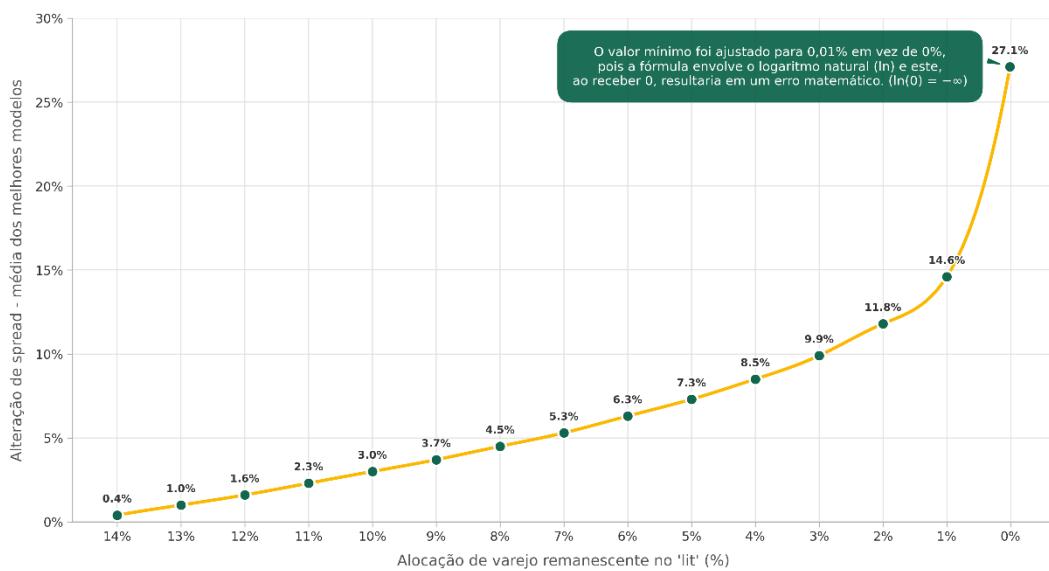
Em face dos resultados em termos de pontos base, é possível afirmar que todos os cenários possuem vantagem para os investidores de varejo em termos relativos. **Além disso, o Cenário 11 e o Cenário 13 podem uma vantagem em termos absolutos (até R\$ 22.4 ao ano no cenário 11).**

Cumulando as análises, verifica-se num primeiro momento que são volumes internalizados reduzidos que tendem a gerar efeitos líquidos com alguma possibilidade de vantagem sistêmica ao varejo.

Uma das razões é a não linearidade dos modelos econométricos utilizados para o cálculo das sensibilidades do spread às alterações no tamanho do volume financeiro negociado no “lit” bem como a composição do perfil do volume financeiro negociado.

Como ilustração, temos abaixo um gráfico contendo no eixo horizontal uma simulação de queda do volume financeiro “lit” alocado ao varejo, com a alocação final saindo dos 15% verificados em 2024, e no eixo vertical as alterações correspondentes sobre o “bid-ask” spread cotado, conforme média dos melhores modelos econométricos. Verifica-se que nos cenários mais extremos de redução do volume de varejo, o efeito sobre o spread torna-se mais próximo do exponencial.

Gráfico IX.1.1 – Simulação de efeitos da queda do volume financeiro “lit” alocado ao varejo sobre o “bid-ask spread” nominal cotado, média dos melhores modelos



Fonte:

Outro ponto que pode ser disposto é acerca do Cenário 9, que fornece uma restrição de internalização de até 50% do volume financeiro “lit” alocado ao varejo, situação que pode ser utilizada para a análise da VP4 (PFOF), num cenário onde não há restrição formal de volume internalizado, porém há limites para o PFOF (VP 4.2).



Vedar o PFOF, conforme visto, reduziria incentivos para internalização ao torná-la mais cara do ponto de vista dos internalizadores. Ainda que não haja precedentes internacionais para basear a comparação em termos de volume (a vedação na Europa é recente), o valor de 50% parece um limite plausível.

Nesse sentido, verifica-se que esta variável isolada, ignorando custos de compliance, não seria capaz de tornar a comparação monetária em termos absolutos favorável aos investidores de varejo. Reforça-se o argumento de que a discussão da PFOF deve ser conduzida mais em torno da questão de conflitos de interesse e agência do que de seleção adversa, não devendo a escolha da VP4 ser realizada em função dos efeitos verificados pelo Cenário 9, ainda que ele possa ser uma ilustração de um cenário limite acerca do efeito colateral de restrição à internalização que a vedação à PFOF causaria.

De maneira semelhante, conclusões parecidas podem ser inferidas para a VP16, acerca da segregação formal entre entidades administradoras de mercado organizado, seus controladores e os participantes aptos a operar em tais ambientes. O cenário limite de 50% também pode ser considerado plausível para a redução de volume acarretada pela opção VP 16.1, onde um participante só poderia operar como internalizado em plataforma detida ou administrada por seu grupo econômico caso haja dispensa formal do Colegiado da CVM.

Da mesma maneira, acredita-se que tal escolha de variável não tem como objetivo modular a seleção adversa, e sim conflitos de interesse e agência, sendo a eventual redução de volume internalizado apenas um efeito colateral. Logo, também é uma escolha analítica focar em obter estimativas acerca dos custos de compliance introduzidos por tal variável.

Neste ponto da análise, afirma-se ser necessário estimar *quatro parâmetros de custos regulatórios* já mencionados repetidamente, em cenário de internalização irrestrita em primeiro lugar: i) perdas operacionais recorrentes; ii) custos substantivos de compliance; iii) custos de autorregulação; e iv) custos de MRP, buscando uma alocação de custos às possibilidades de variável parâmetro e aos perfis de participante contrastados na análise. Tais custos em cenário irrestrito ainda podem ser modulados em face de cenários mais restritivos para alguma variável parâmetro.

Ou seja, é necessário complementar a análise anterior introduzindo custos de observância associados ao problema regulatório de conflitos de interesse e agência, com objetivo de estimar as relações de custo-benefício integrado finais e alcançar uma alternativa regulatória desejável.

É possível que algum cenário da Tabela IX.1.3 não seja mais favorável aos investidores de varejo em termos absolutos ou relativos, quando acrescidos tais custos.



IX.2. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – conflitos de agência e interesse

IX.2.1. Perdas operacionais recorrentes em cenário de internalização irrestrita

Conforme já suscitado nas seções acima, num suposto cenário de internalização irrestrita, conflitos de interesse e agência se manifestariam em maior magnitude, a despeito da possível atuação reguladora e autorreguladora para sua mitigação, via atuação normativa, dissuasiva/supervisora *a priori* e sancionadora *a posteriori*.

Isso significa que haverá um montante financeiro de perdas *esperadas* e inevitáveis, referentes às consequências negativas da internalização de ordens e arranjos conexos, tais como PFOF. Tal montante já pressupõe uma estrutura regulatória e autorregulatória **adequada** para sua mitigação e pode ser totalmente alocada aos **investidores de varejo**.

Como até o momento da elaboração desta AIR o *status quo* brasileiro só possui um ambiente possível de internalização de ordens, dentro de um único ambiente de bolsa operacional (no contexto restrito do RLP), é factível supor que os desafios referentes a supervisão de melhor execução atualmente quase inexistem. Ou seja, a comparação do *status quo* com um cenário de internalização irrestrita viria a introduzir **todo o acréscimo** de perdas operacionais recorrentes esperadas acerca da celeuma.

O mercado estadunidense pode ser considerado um objeto de análise comparativa para estimação de tais custos, pois seu modelo é de internalização irrestrita há décadas.

Dados públicos da SEC (regulador) e da FINRA (autorreguladora mandatória) fornecem estatísticas de multas e restituições aplicadas a casos relacionados à melhor execução de ordens, de onde é possível fazer uma transposição ao mercado brasileiro, considerando suas particularidades em termos de equivalência de tamanho⁴³⁹.

⁴³⁹ A B3, em sua manifestação, utilizou-se de dados de consultoria para propor uma escala logarítmica de adequação dos tamanhos de mercado distintos. Ver: EQUITY RESEARCH DESK, *What would be the impact of internalization in Brazil?*, p. 49. Tal proposta é factível no sentido de considerar ganhos de escala nos mercados.



Tais dados ainda estão sujeitos à eficácia e capacidade operacional dos reguladores em encontrar indícios de irregularidade e obter provas suficientes para sanção. Vale frisar que os dados públicos associados às punições (ou seja, condicionados à constatação dos ilícitos) são os únicos disponíveis, inexistindo estimativas acerca de custos associados a ilícitos não elucidados e não conduzidos ao processo de sanção, seja por ineficácia ou falta de recursos operacionais dos reguladores.

Tabela IX.2.1.1 – Estimativas de perdas operacionais recorrentes oriundas de internalização irrestrita, com base em dados sancionadores do mercado estadounidense

	Média	2024	2023	2022	2021	2020
ADV_EUA_Total_USD.bi (1)	543.8	601	511	570	560	477
ADV_BR_Total_R\$.bi (2)	25.8	21.0	22.3	28.1	31.0	26.7
Ambientes_negociação_EUA (3)	286	286	286	286	286	286
Ambientes_negociação_BR (4)	3	3	3	3	3	3
Dólar_anual_médio (5)	5.22	5.39	5.00	5.17	5.40	5.16
Multas_restituições_FINRA_Best_EX (6)	16.8	2.0	5.1	4.1	72.4	0.6
Multas_SEC_Best_Ex (7)	13.0	-	-	-	-	65.0
Caso_Robinhood	-	-	-	-	57.1	65.0
Fator_escala_EUA/BR (8)	4.6	4.8	4.6	4.6	4.6	4.5
Custos_BR_R\$.mi (9)	34.5	2.3	5.4	4.6	85.5	74.6
Custos_BR_Ex_Robinhood_R\$.mi	6.2	2.3	5.4	4.6	18.0	0.7

(1) Os dados de volume financeiro negociado nos EUA são oriundos da Bloomberg, extraídos pela função Bloomberg-BI - BI EXCHNG. (2) Os dados de volume financeiro negociado no Brasil são oriundos do SAM, somando mercado “dark” e “lit”, visão alocação para o último e visão negociação para o primeiro. (3) Os valores referentes ao número de ambientes de negociação dos EUA são considerados estáveis em relação total de 2022, somando bolsas, ATS e todos os modelos de internalização. Ver: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495 (Order Competition Rule), p. 191. (4) Considerou-se 3 ambientes de negociação para operações com ações no Brasil ao somar os dois maiores internalizadores via RLP com a B3, na suposição de que num cenário de internalização irrestrita esses dois maiores participantes realizariam internalização em ambientes de balcão proprietários. (5) A taxa de câmbio utilizada foi a série temporal 3694 do Banco Central do Brasil. (6) Obtidas através do portal de estatísticas da FINRA, filtrando por “best-execution” e manualmente agregadas: https://www.finra.org/rules-guidance/oversight-enforcement/finra-disciplinary-actions?search=Best%20execution&firms=&individuals=&field_fda_case_id_txt=&field_core_official_dt%5Bmin%5D=2020-01-01&field_core_official_dt%5Bmax%5D=2025-01-01&field_fda_document_type_tax=All&page=0 (7) Obtida no site da SEC, sendo a única multa referente a “best-execution” encontrada: <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2021/34-91105.pdf> (8) Calculado como a média dos logaritmos naturais da: i) razão dos ADV em dólar e ii) da razão do número de ambientes possíveis de execução de operações com ações no mercado à vista. A suposição é a de que a complexidade dos mercados e o risco de melhor execução elevam-se com o volume financeiro negociado (maior impacto) e com o número de ambientes de negociação disponíveis (maior probabilidade). (9) Obtida convertendo para reais os valores de (6) e (7) e escalando por (8).



Supondo que tais custos tendem a ser de natureza fixa ou semi-fixa em relação ao tamanho do mercado, ou seja, que uma vez permitida a estrutura de internalização, inevitavelmente casos de erro operacional, fraude e má-conduta ocorrerão, um custo estimado no intervalo de R\$ 6.2 a 34.5 milhões ao ano, alocáveis unicamente aos investidores de varejo, pode ser introduzido na modelagem integrada.

Tal estimativa possui alta variabilidade devido ao caso “Robinhood”. Contudo, é factível considerar a probabilidade de casos de alta repercussão e impacto, ainda que mais esparsos ao longo do tempo. Tais valores encontram paralelo com a multa aplicada pela BSM ao conglomerado XP Investimentos (R\$ 36.3 mi em 2019, por irregularidades acumuladas ao longo de 3 anos), no âmbito do “*client facilitation*”, processo esse também ligado a deficiências no processo de melhor execução.

IX.2.2. Custos de compliance em cenário de internalização irrestrita

É muito difícil obter comparabilidade nas estruturas e orçamentos dos diversos reguladores e autorreguladores internacionais por razões tais como: i) diferença de mandatos legais e regulatórios; ii) diferenças históricas no desenvolvimento dos reguladores, favorecendo graus distintos de automação de processos e maturidade tecnológica; iii) questões políticas e legais que interferem na priorização e financiamento das atividades.

Dessa maneira, ainda que comparações possam ser feitas a troco de simulações informativas, é mais factível obter estimativas dos custos de compliance para um cenário de internalização irrestrita através de uma simulação de caso, mapeando e estimando quantitativamente processos e atividades necessários para **manter** o nível de perdas operacionais recorrentes médio no patamar estimado acima⁴⁴⁰.

O método de custeio baseado em atividade será utilizado, alocando custos às atividades dos participantes envolvidos em primeira instância. Por fim, tais custos, ao representarem custos de oportunidade em relação aos usos alternativos, serão alocados a um dos grupos de investidores considerados (investidores de varejo ou institucionais).

⁴⁴⁰ Isto é, implicitamente pressupõe-se que a atividade de regulação tem custos menores que seus benefícios, ou seja, que o nível de perdas operacionais estimado necessariamente elevaria ao ponto superar os custos alocados aos reguladores e aos autorreguladores (ver abaixo).



Tabela IX.2.2.1 – Mapeamento de atividades e custos substantivos de compliance ao regulador (CVM)

#	Atividade	Componen te	Mês_In icial	Duração_ Meses	FTE_ Int erno	Contratações_Exter nas_R\$_mi	Valor_Nominal_To tal_R\$_mi (1)	Tip o
1	Processo de normatizaç ão	Elaboração de minutas e análises, condução de consulta pública e texto final da norma	1	30	2.5	-	3.0	OPE X
2	Processo de normatizaç ão	Parametriz ação de relatórios de disclosure - construção regulatória de template e desenvolvimento e teste de sistema de recepção	24	12	2.5	-	1.20	OPE X
3	Processo de registro de participant es	Análise de pedidos de registro e dispensas de requisitos regulatórios, interlocuç ão com autorregul adores	30	120	1	-	4.80	OPE X
4	Processo de supervisão - monitoramento de qualidade de disclosures dos intermediár ios e dos ambientes de negociação	Curadoria de dados, análise de dados, interface com TI como dono do produto, monitoramento de exceções de pós-negociaç ão	30	120	1	-	4.80	OPE X



#	Atividade	Componen te	Mês_In icial	Duração_Meses	FTE_ Int erno	Contratações_Exter nas_R\$_mi	Valor_Nominal_Tot al_R\$_mi (1)	Tip o
5	Processo de supervisão - monitoramento de qualidade de disclosures dos intermediários e dos ambientes de negociação	Manutenç ões, correções e evoluções de sistema	30	120	1	-	4.80	OPE X
6	Processo de supervisão - sistemas de recepção e análise de dados de negociações e ordens	Investimen tos em novos sistemas de recepção e análise de dados de negociações e ordens	24	36	3	10	14.32	CAP EX
7	Processo de supervisão - sistemas de recepção e análise de dados de negociações e ordens	Manutenç ões, correções e evoluções de sistema	36	114	2	47.5	56.62	OPE X
8	Processo de supervisão - ambiente de balcão, melhor execução e PFOF	Condução de supervisão ordinária, interlocu ção com autorregul adores e auxílio a demais processos	30	120	4	-	19.20	OPE X



#	Atividade	Componen te	Mês_In icial	Duração_Mes es	FTE_ Int erno	Contratações_Exter nas_R\$_mi	Valor_Nominal_Tot al_R\$_mi (1)	Tip o
9	Processo de supervisão – cibersegurança	Supervisão ordinária, interlocução com autorregulação	30	120	1	-	4.8	OPE X
10	Processo de supervisão – liquidação bilateral e interoperabilidade	Supervisão ordinária, interlocução com autorregulação	30	120	1	-	4.80	OPE X
11	Processo de orientação aos investidores	Recepção e condução de reclamações de investidores	30	120	1	-	4.80	OPE X
12	Processo de sanção	Condução de inquéritos e julgamentos	30	120	1.5	-	7.20	OPE X



#	Atividade	Componen te	Mês_In icial	Duração_ Meses	FTE_Int erno	Contratações_Exter nas_R\$_mi	Valor_Nominal_To tal_R\$_mi (1)	Tip o
	Parcela Anual de Custo Equivalente Indexado à Inflação (2): R\$ 10.0 mi							
	Custo Anual de Financiamento (3): R\$ 0.50 mi							

(1) A GECON/CVM forneceu uma estimativa de custos de R\$ 40 mil reais médios mensais por Inspetor de Mercado de Capitais da CVM. Assume-se que esta mão de obra será utilizada em todo o trabalho operacional que envolve os processos da Cadeia de Valor.

(2) Os parâmetros acima foram dispostos num modelo de fluxo de caixa descontado, partindo de parcelas mensais nominais, obtendo o seu valor presente líquido e posteriormente o valor equivalente de prestações anuais corrigidas por inflação. Isso significa que os desembolsos modelados, em valores reais, equivalem a desembolsos anuais equivalentes a R\$ 10.0 mi correntes por parte da CVM (valor base anualmente a ser corrigido por inflação, para que os valores reais se mantenham), somando OPEX e CAPEX, sendo valores **minimamente** necessários para executar os desafios impostos pelo cenário de internalização irrestrita. A taxa de desconto utilizada foi a média das taxas observadas nos títulos soberanos brasileiros indexados à inflação, para os vértices de 10 anos e 30 anos, de 2018 a 2024, extraídos via Bloomberg.

(3) Com base na metodologia da OCDE⁴⁴¹, considerou-se necessário financiar as despesas anuais utilizando a mesma taxa obtida em (2), a qual reflete o custo médio da dívida soberana de longo prazo, em termos reais.

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

A tabela ilustra que os valores de quantitativo de pessoal interno (FTE) adicionais **mínimos** estimados para supervisão (e seu apoio técnico) num cenário de internalização irrestrita corresponderiam a no mínimo 13.5 colaboradores fixos recorrentes (linhas de OPEX somadas) além de um dreno de capacidade operacional de até 5.5 colaboradores por até 36 meses, a troco de CAPEX. Tal número estimado é apenas o **mínimo** necessário para que a cadeia de valor da CVM não seja impactada num cenário de internalização irrestrita, tomando como premissa **estabilidade** no valor das perdas operacionais esperadas estimado na seção anterior.

Como exercício ilustrativo, de acordo com balancete contábil mais recente (exercício de 2023), os gastos acumulados entre 2019 e 2023 com desenvolvimento de sistemas da versão atual da “Consolidated Audit Trail” estadunidense, operada pela FINRA, fornecem um ativo com valor de US\$ 54.7 milhões, com uma amortização esperada de 7 anos⁴⁴². Além disso, dados de 2023 demonstram que os custos operacionais naquele ano foram da ordem de US\$ 174.9 milhões.

Ainda que seja necessário ponderar que o mercado brasileiro não necessariamente demandaria um instrumento de tal complexidade, e que a volumetria de mensagens do mercado brasileiro certamente forneceria despesas operacionais significativamente menores, para um mesmo padrão de reporte e consolidação, o exercício efetuado com tais valores serve como um alerta de que a construção de ferramentas regulatórias de supervisão de melhor execução pode acarretar em custos de observância nada desprezíveis.



Os valores anuais equivalentes de R\$ 10.0 milhões devem ser agregados aos custos obtidos nas seções anteriores num modelo integrado, e proporcionalmente alocados em relação ao volume financeiro total final negociado pelos investidores de varejo e investidores institucionais, na suposição de que os custos do regulador são em última instância arcados por toda a sociedade.

Por fim, com respeito ao regulador, alerta-se que em caso de cenário de internalização irrestrita sem que haja os recursos aqui estimados, é plausível supor que as perdas operacionais esperadas estimadas na subseção anterior seriam maiores, em prejuízo direto a todos os investidores, não só aos de varejo, devido à sobrecarga da cadeia de valor da CVM. No caso de internalização parcial, é possível modular tais valores, o que será explorado adiante num modelo integrado.

Além de custos ao regulador, com base na análise das variáveis parâmetro (“VP”) também foram identificados custos de compliance que devem recair aos próprios internalizadores e aos demais intermediários que praticam venda de fluxo, referente aos requisitos mandatórios de *disclosure*, espelhando as Rules 605 e 606a estadounidenses (essas divulgações podem ser associadas às VP4, VP7, VP8, VP 12 e VP13)⁴⁴³.

⁴⁴¹ Todos os gastos, OPEX ou CAPEX, serão inclusos na necessidade de financiamento de capital de giro, ainda que o guia suscite apenas o CAPEX específico. OECD, **OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance**, p. 14–15.

⁴⁴² Ver: https://www.catnmsplan.com/sites/default/files/2025-06/CAT-NMS_LLC-2023-and-2022-Audited-Financial-Statements.pdf

⁴⁴³ Custos de governança, controles internos, gerenciamento de riscos, auditoria interna e compliance a serem incorridos por intermediários internalizadores ou vendedores de fluxo para assegurar melhor execução não serão considerados como custos impostos por regulação, ainda que dependentes em parte dos requisitos específicos de um regramento de melhor execução. Isso porque as estruturas de controle mencionadas precedem a geração voluntária de receitas com a atividade, ainda que mesma não fosse regulamentada. Em outras palavras, consistem em parte do custo dos produtos vendidos e redutores da margem operacional bruta dos intermediários, e podem ser modulados com alguma flexibilidade pelos intermediários, em especial num cenário de regulação mais principiológica. É plausível dizer que os intermediários já incorreriam em tais custos, total ou parcialmente, independente da regulação, ainda que certos requisitos específicos *possam, a depender do caso*, ser interpretados como custos de compliance substantivos, em especial caso estruturas excessivamente robustas ou especiais sejam prescritivas na regulação (como por exemplo, exigências de comitês de melhor execução, ou diretorias de melhor execução). Em contraste, quaisquer requerimentos de *disclosure* regulatório são padronizados e especificamente adicionados às atividades ordinárias de controle interno, sendo então computados.



Tabela IX.2.2.2 – Mapeamento de atividades e custos substantivos de compliance aos intermediários

#	Atividade	Componente	Mês_Inicial	Duração_Meses	Participantes_Impactados (1)	Horas	Valor_Total_R\$_mi (2)	Tipo
1	Reportes regulatórios	Parametrização de relatórios de disclosure (equivalentes a Rule 605)	24	12	2	117.4	0.07	CAP EX
2	Reportes regulatórios	Envio e monitoramento de relatórios de disclosure (equivalentes a Rule 605)	37	113	2	12.9	0.88	OPE X
3	Reportes regulatórios	Parametrização de relatórios de disclosure (equivalentes a Rule 606a)	24	12	30	117.4	1.06	CAP EX
4	Reportes regulatórios	Envio e monitoramento de relatórios de disclosure (equivalentes a 606a)	37	113	30	12.9	13.14	OPE X
5	Compartilhamento de dados ao regulador e autorregulador	Parametrização de envio de informações de ordens e negócios ao regulador e autorreguladores	37	12	2	900	3.57	CAP EX
6	Compartilhamento de dados ao regulador e autorregulador	Manutenção de envio de informações de ordens e negócios ao regulador e autorreguladores	37	113	2	540	20.17	OPE X



	Parcela Anual de Custo Equivalente Indexado à Inflação (3): R\$ 2.9 mi
	Custo Anual de Financiamento (4): R\$ 0.15 mi
	<p>(1) Sendo o relatório da Rule 605 um que impacta participantes que <i>executam</i> ordens, mantém-se a suposição de que os dois maiores internalizadores migrarão para ambientes de balcão organizado. No caso do relatório da Rule 606a, ele impacta quaisquer broker-dealers que recebem e roteiam ordens a outros ambientes de execução. Sendo assim, assume-se que 30 de 263 intermediários registrados na CVM (posição do 2T 2025, conforme Boletim Econômico CVM 106) estarão engajados em PFOF e canalização de ordens <i>a mais de um</i> ambiente de execução. Considera-se que estariam isentos de tal requerimento intermediários que não realizam PFOF ou que tem como política de melhor execução o direcionamento de ordens exclusivamente para ambientes “<i>lit</i>”.</p> <p>(2) Para obtenção das horas necessárias por participante, partiu-se da estimativa realizada pela SEC em 2024, quando ampliou o escopo dos relatórios da Rule 605⁴⁴⁴. Assumiu-se que os dois relatórios consumiriam o mesmo número de horas, uma vez que não há dados recentes acerca dos custos do segundo relatório. Utilizou-se os guias públicos de 2025 (referentes a 2024) da consultoria Michael Page para obter o salário máximo de um Analista Senior de Compliance e Controles Internos para o setor financeiro brasileiro, o salário médio para um Desenvolvedor de TI Sênior de companhia de grande porte e o salário máximo para um Broker-Dealer Compliance Generalist para os EUA. Assumiu-se ainda que existe um diferencial de produtividade para os dois países, de forma que há um acréscimo de horas para o analista brasileiro, diferencial estimado em 15%, através da razão dos logaritmos das remunerações brutas, convertidas em reais pela taxa de câmbio média de 2024 conforme série temporal 3694 do Banco Central do Brasil. Utilizou-se ainda um fator de 1.75 para a remuneração brasileira para incluir encargos sociais e benefícios ao salário fixo, e somou-se ao final a remuneração variável.</p> <p>(3) Os parâmetros acima foram dispostos num modelo de fluxo de caixa descontado, partindo de parcelas mensais nominais, obtendo o seu valor presente líquido e posteriormente o valor equivalente de prestações anuais corrigidas por inflação. Isso significa que os desembolsos modelados, em valores reais, equivalem a desembolsos anuais de R\$ 2.9 mi por parte dos intermediários (valor base anualmente a ser corrigido por inflação, para que os valores reais se mantenham), somando OPEX e CAPEX, sendo valores minimamente necessários para executar os desafios impostos pelo cenário de internalização irrestrita. A taxa de desconto utilizada foi a média das taxas observadas nos títulos soberanos brasileiros indexados à inflação, para os vencimentos de 10 anos e 30 anos, de 2018 a 2024, extraídos via Bloomberg.</p> <p>(4) Por simplicidade utilizou-se novamente o custo da dívida soberana de longo prazo em termos reais, como em (3). Admite-se que ao tratar de custo de capital de empresas privadas seria necessário um cálculo de custo de capital médio ponderado (WACC), o qual acrescentaria um prêmio de risco.</p>

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

⁴⁴⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-99679 (Disclosure of Order Execution Information), p. 474.



Os valores de custo anual equivalente de R\$ 2.9 mi que incumbem sobre os intermediários podem ser exclusivamente alocados aos investidores de varejo em nosso modelo integrado, na suposição de que os relatórios de *disclosure* possuem como objetivo atender apenas a este público. Na sua ausência, os intermediários poderiam repassar benefícios de outra natureza aos investidores de varejo.

IX.2.3. Custos de autorregulação em cenário de internalização irrestrita

Conforme analisado acima, os custos de autorregulação, seja em procedimentos específicos em mercado de bolsa, seja em eventual contexto de mercado de balcão organizado, desde que exclusivamente associáveis à prática de internalização de ordens, podem ser considerados custos regulatórios inevitáveis. Ou seja, assume-se que tais custos ao menos equivalem aos seus benefícios, sendo parte das linhas de defesa para **manter** o nível de perdas operacionais recorrentes no patamar estimado acima.

Tais custos, por sua vez, podem ser alocados exclusivamente aos investidores de varejo, uma vez que as atividades de autorregulação focadas em internalização de ordens possuem como objetivo atender apenas a este público. Na sua ausência, os intermediários poderiam repassar benefícios de outra natureza aos investidores.

Novamente, devido às dificuldades já mencionadas para realizar comparações internacionais referentes a valores dispendidos por reguladores – o que também se aplica a autorreguladores – é mais factível obter estimativas dos custos de autorregulação alocáveis à atividade de internalização, para um cenário de internalização irrestrita, através de uma simulação de caso, partindo de dados públicos da autorregulação realizada pela BSM, em ambiente de bolsa brasileiro.

Aqui, faremos simulações num exercício para um cenário de internalização irrestrita, podendo os valores e as simulações serem ajustadas para cenários com restrições. Uma vez que somente a alternativa VP 14.3 foi admitida como plausível, as estimativas aqui obtidas podem ser consideradas como um cenário pessimista, já que caso houvesse coordenação da indústria em torno de um autorregulador único os custos totais poderiam ser menores.

Outra premissa importante da simulação é a de que haveria dois novos ambientes de balcão organizado praticando internalização de ordens – um ambiente de balcão bilateral e um ambiente multilateral – possivelmente capitaneados pelos conglomerados dos dois intermediários com maiores níveis de fluxo de varejo balanceado, conforme Tabela IX.2.2.2 acima. Presume-se que a autorregulação do ambiente multilateral seria 30% mais cara, devido a maior complexidade operacional – maior quantidade de participantes aptos à negociação a serem monitorados.



Nesse exercício, onde presume-se dois novos ambientes de balcão organizado, existem duas novas estruturas de autorregulação, ambas com custos fixos e custos variáveis. É possível supor, até mesmo com base nos balancetes públicos da BSM, os quais apresentam baixíssimos níveis de gastos com depreciação e amortização, que é possível executar serviços de autorregulação apenas com locação de bens e serviços disponíveis (OPEX), sem a necessidade de um período prévio de investimento em ativos imobilizados ou intangíveis (CAPEX).

Parte-se, portanto, dos balancetes da BSM e dos volumes financeiros negociados no mercado “*lit*” e no mercado “*dark*”, para construção de cenários de custos com base em: i) percentual do volume de varejo internalizado; ii) percentual do volume financeiro “*lit*” e “*dark*” que migrariam para internalizadores – ou seja, a proporção do volume financeiro total na B3 e nos internalizadores; iii) proporção de custos fixos e variáveis estimada para grandes rubricas de custo atualmente observadas na BSM, equiparadas para as novas proporções de volume financeiro estimadas.

Presume-se, para fins dessa simulação, de maneira conservadora, que os dois ambientes de balcão executarão apenas atividades de internalização de ordens, muito embora não necessitem se restringir a tanto. Caso outras atividades geradoras de receita sejam inclusas nas operações pelos administradores de mercado, a alocação de custos à internalização de ordens poderia ser proporcionalmente dividida em relação às receitas obtidas, o que reduziria o custo regulatório aqui estimado e atribuído à internalização.

Dessa forma, arbitra-se valores, com base nos números recentes da BSM, para estruturas de custo que possam ser compatíveis com os volumes financeiros apenas dessas atividades. Tais valores serão apenas uma fração em relação as atuais da BSM, uma vez que: i) a BSM executa auditorias operacionais e supervisão sobre uma quantidade bem maior de participantes autorizados a operar em sua plataforma, em relação aos internalizadores; ii) a BSM continuaria a supervisionar um volume financeiro negociado supostamente superior (em alguns cenários amplamente superior) aos internalizadores.

Outra conclusão do raciocínio é que a depender do volume financeiro migrado da B3 para as novas estruturas, a atual BSM poderia até *reduzir* custos variáveis, o que mitigaria parcialmente a elevação de custos acarretada pelas outras duas estruturas, numa visão sistêmica. Ainda que os custos da BSM venham apresentando altas nominais (ainda que abaixo da inflação), a despeito de redução volume financeiro total negociado na B3, julga-se plausível manter tal suposição em cenários de internalização elevada.



Tabela IX.2.3.1 – Estimativas de acréscimos de custos totais de autorregulação, para um cenário com dois novos ambientes de balcão, para diferentes níveis de internalização

	2024	2023	2022	2021	2020
ADV_Total_R\$_bi (1)	21.0	22.3	28.1	31.0	26.7
ADV_Dark_R\$_bi	1.9	1.9	2.1	2.2	1.7
ADV_lit_R\$_bi	19.1	20.4	26.0	28.8	25.0
Alocação_varejo_lit_%	15.0 %	15.2 %	15.5 %	20.6 %	25.0 %
Despesas_BSM_ex_taxa_MRP_R\$_mi (2)	57.1	54.5	51.9	47.9	36.5
Despesas_BSM_Pessoal	44.5	41.9	42.2	39.1	29.8
Despesas_BSM_Dados	7.6	7.6	4.3	3.8	2.7
Despesas_BSM_Otros	4.9	5.0	5.4	4.9	3.0
Cenario_Internalização_Varejo_Lit_%	100 %	50%	30%	20%	10%
Queda_Lit_% (3)	36.4 %	7.5%	4.5%	3.0%	1.5%
Migração_Dark_Internalizadores_% (4)	50%	25%	25%	25%	25%
ADV_B3_Final_R\$_bi (5)	13.1	19.1	19.7	20.0	20.2
ADV_Internalizadores_R\$_bi	6.7	3.3	2.2	1.6	1.0
Redução_Custos_Pessoal/Outros_BSM_% (6)	20%	10%	-	-	-
Custos_Fixos_Pessoal_Internalização_%BSM	10%	10%	10%	10%	10%
Custos_Fixos_Dados_Internalização_%BSM	50%	50%	50%	50%	50%
Custos_Fixos_Otros_Internalização_%BSM	10%	10%	10%	10%	10%
Custos_Variáveis_Pessoal_Internalização_%BSM (7)	10%	5%	-	-	-
Custos_Variáveis_Otros_Internalização_%BSM	10%	5%	-	-	-
Redução_Custos_BSM_R\$_mi	9.4	4.7	-	-	-
Custos_Autorregulação_Internalização_Balcão_Bilateral_R\$_mi	13.2	10.9	8.5	8.5	8.5
Custos_Autorregulação_Internalização_Balcão_Multilateral_R\$_mi	17.2	14.1	11.1	11.1	11.1
Custos_Líquidos_Financiamento_R\$_mi (8)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0



(1) Visão alocação para o mercado “lit” e visão negociação para o mercado “dark”, conforme dados do SAM. (2) A BSM possui a missão de gestão do Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP), recebendo uma taxa de administração a qual a partir de 2024 já é calculada com base em custeio baseado em atividades. Dessa forma, os custos operacionais do MRP podem ser proporcionalmente deduzidos das rubricas, para obter apenas os custos da atividade de autorregulação propriamente dita. (3) Conforme já explorado em nossa modelagem econométrica, na suposição de internalização total do volume de varejo, acrescenta-se uma queda adicional de 10% do volume “lit”, como efeito de segunda ordem. Nos demais cenários, considera-se que apenas a fração do volume alocado ao varejo esvaziará o mercado “lit”, com os demais participantes optando por ali permanecer e negociar entre si, ainda que com maior seleção adversa e custos implícitos. (4) É plausível supor que o mercado “dark” atual canalizado para a B3 via RLP, diretos ou grandes lotes, seria dividido com os novos ambientes de balcão. Tal suposição é plausível no sentido de que no mercado estadounidense os programas de RLP em ambiente de bolsa são irrelevantes em termos de volume negociado, e que a entrada de novos ambientes de balcão poderia competir por investidores institucionais nos mercados “dark”. (5) Supõe-se que o volume dos internalizadores consistiria na alocação de varejo oriunda do “lit” multiplicada por dois, para incluir a alocação correspondente do internalizador, somada a migração de fluxo de negociação do “dark” (a qual já possui os dois lados). (6) Pressupõe-se que apenas nos dois primeiros cenários haveria condições para redução de custos da BSM. (7) Pressupõe-se que apenas nos dois primeiros cenários haveria necessidade de uma operação de autorregulação nos mercados de balcão que fosse além da mínima suportada por custos fixos inevitáveis. (8) Por simplicidade utilizou-se novamente o custo da dívida soberana de longo prazo em termos reais. Admite-se que ao tratar de custo de capital de empresas privadas seria necessário um cálculo de custo de capital médio ponderado (WACC), o qual acrescentaria um prêmio de risco.

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da BSM.



Da tabela, podemos concluir que o acréscimo de custos de autorregulação no sistema, oriunda de atividades de internalização, seria de no mínimo R\$ 20,6 mi ao ano (em valores ajustados pela inflação), podendo chegar até R\$ 22 mi num cenário máximo, já contando com eventual redução de custos da BSM.

Tais cenários já contemplam a possibilidade de internalização parcial de fluxo, porém podem ser modulados caso outras VP sejam parametrizadas de maneira mais restritiva.

IX.2.4. Custos de MRP em cenário de internalização irrestrita

Dos cenários de internalização e reorganização de fluxo de negociação acima, podemos derivar cenários de readequação operacional do MRP vigente, bem como simular cenários nos quais novos MRPs são introduzidos.

Conforme suscitado acima, a existência de um MRP pode ser um fator de atração de fluxo de negociação, ao fornecer proteção adicional aos investidores de varejo. Sua introdução mandatória em ambiente de balcão, ao menos na atividade internalizadora, a despeito de custos, poderia evitar assimetrias regulatórias entre ambientes de negociação com alta semelhança econômica, indo ao encontro do ORF4.

Tais custos num modelo integrado, por sua vez, podem ser alocados exclusivamente aos investidores de varejo, uma vez que as atividades de ressarcimento de operações internalizadas possuiriam como objetivo atender apenas a este público. Na sua ausência, os intermediários poderiam repassar benefícios de outra natureza aos investidores.

As premissas de dimensionamento de custos de MRP a serem utilizadas nesta simulação envolvem: i) quantidade anual de solicitações encaminhadas por investidores ao mecanismo ao ano, independentemente de serem procedentes e fazerem jus a ressarcimento; ii) percentual de solicitações que receberam ressarcimentos ao ano; iii) ressarcimentos pagos ao ano; iv) estimativas de custos fixos por estrutura e custos variáveis de tratamento de solicitações e pagamento de ressarcimentos. Considera-se ainda que um cenário de internalização restrita, com exigência de melhoria mínima de preço, geraria um acréscimo de solicitações de ressarcimento inferior ao potencial.



Tabela IX.2.4.1 – Estimativas de acréscimos de custos totais de MRP, para um cenário com dois novos ambientes de balcão, para diferentes níveis de internalização

	2024	2023	2022	2021	2020
Despesas_Operacionais_MRP_R\$_mi (1)	9.1	9.7	10.5	14.0	21.7
Estimativa_custos_fixos_R\$_mi (2)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
Estimativa_custos_variaveis_R\$_mi (3)	3.3	4.0	4.7	8.3	16.0
Solicitações_recebidas	299	334	481	803	1422
Solicitações_ressarcidas	59	73	79	159	595
Ressarcimentos_pagos_R\$_mi	0.8	1.2	1.7	2.7	7.6
Cenarios_Internalização_Varejo_Lit %	100%	50%	30%	20%	10%
Elevação_solicitações_elegíveis_% (4)	30%	30%	15%	15%	15%
Solicitações_elegíveis_adicionais (5)	46	46	23	23	23
Elevação_custos_fixos_R\$_mi (6)	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5
Elevação_custos_solicitações_R\$_mi (7)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
Elevação_custos_ressarcimentos_R\$_mi (8)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Custos_Líquidos_Financiamento_R\$_mi (9)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

(1) Consiste no valor da taxa de administração, somada a qualquer rubrica adicional de dados e serviços contratados apartados de acordo com balanço contábil (2) Os custos fixos médios foram estimados como o intercepto de um modelo de regressão linear mínimos quadrados ordinários simples contendo o valor das despesas operacionais do MRP como variável dependente e o número de solicitações ao ano como variável independente, intercepto dividido pelas despesas operacionais médias do período. (3) Obtidos pela diferença dos custos totais e fixos estimados. (4) Supõe-se que em qualquer cenário onde há internalização, devido ao aumento dos conflitos de interesse e agência, haveria elevação nas solicitações, aumento esse que poderia ser menor (ainda que não proporcional) em cenários de internalização mais restritiva. (5) Dos grupos de classificação de solicitações publicamente disponíveis, entende-se que solicitações de liquidação compulsória de operações fogem da temática ordinária a qual a internalização poderia estar sujeita, uma vez que costumam estar associadas a operações de chamada de margem, envolvendo operações no mercado de derivativos. A média percentual desse grupo nos últimos 5 anos foi aplicada ao valor total mais recente para os cálculos de obtenção de acréscimo de solicitações. Além disso, estima-se que das demais solicitações, cerca de 30% não estariam associadas ao mercado à vista, onde busca-se estimar acréscimos de custos. Para situações em que há exigência de melhoria mínima de preço, reduziu-se em 50% o número de solicitações adicionais exigidas, correspondendo aos cenários com 30% ou menos de volume internalizado. (6) Valores obtidos através da média dos custos fixos estimados, para dois mecanismos, consistindo em custos fixos inevitáveis. (7) Valores obtidos através da estimativa de custos médios de solicitações, dividindo os custos variáveis médios pelo número médio de solicitações. As solicitações elegíveis adicionais foram multiplicadas a esse custo médio de solicitação. (8) Valores obtidos através da estimativa de custos médios de ressarcimentos, dividindo os custos de ressarcimento médios pelo número médio de solicitações resarcidas. As solicitações elegíveis adicionais foram multiplicadas a esse custo médio de ressarcimento. (9) Por simplicidade utilizou-se novamente o custo da dívida soberana de longo prazo em termos reais. Admite-se que ao tratar de custo de capital de empresas privadas seria necessário um cálculo de custo de capital médio ponderado (WACC), o qual acrescentaria um prêmio de risco.

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da BSM e B3.



Da Tabela IX.2.4.1 acima apreende-se que a elevação de custos de MRP poderia estar entre R\$ 12.4 mi e 12.8 mi, sendo R\$11.5 mi devido a introdução de custos fixos de dois mecanismos adicionais.

Dessa maneira, esse consiste num cenário pessimista, uma vez que não se considera o cenário de contratação de MRP da VP 15.3 como provável, preferindo os entrantes, num primeiro momento, iniciarem seus próprios mecanismos⁴⁴⁵. Caso dentro do cenário da VP 15.3 houvesse contratação de serviços de gestão de MRP pelos entrantes (provavelmente com a incumbente BSM sendo contratada), apenas os custos variáveis (R\$ 0.7 mi ao ano no caso de internalização irrestrita) seriam acrescidos aos investidores de varejo, sendo esse um cenário otimista.

Por fim, ainda que tais cenários já contemplem a possibilidade de internalização parcial de fluxo, é possível modulação adicional caso outras VP sejam parametrizadas de maneira mais restritiva.

IX.3. Mapeamento dos efeitos quantitativos associados às variáveis parâmetro (“VP”) em modelo integrado – escolha da alternativa regulatória

IX.3.1. Integração do modelo e análise de cenários com restrições – comparação de alternativas e recomendação regulatória

A análise prévia identificou o “Cenário 11” como o cenário prospectivo com maior possibilidade de benefícios em termos absolutos e relativos aos investidores de varejo, considerando a possibilidade de internalização, ainda que restrita. Tal cenário, relembramos, não limitaria formalmente a internalização com base em volume financeiro, porém introduziria requerimento de melhoria de preços em linha com os atuais do RLP e permitiria liquidação bilateral, sem CCP. Admite-se que os internalizadores subsidiariam taxas referentes à pós negociação.

Partindo deste cenário, convém analisar suas suposições e explorar combinações de variáveis, integrando os demais custos estimados na seção anterior. Em primeiro lugar, além da média dos melhores modelos econometrivos, exploramos sensibilidades da piora de spread no mercado “lit” com base nos modelos que calculam o menor e maior impacto.

⁴⁴⁵ À semelhança da autorregulação, pressupõe-se que é possível executar serviços de resarcimento apenas com locação tempestiva de bens e serviços disponíveis (OPEX), sem a necessidade de um período prévio de investimento em ativos imobilizados ou intangíveis (CAPEX). Qualquer aporte prévio a fundos que visam gerar renda para pagamento de resarcimentos não será considerado custo regulatório.



Tabela IX.3.1.1 – Impactos monetários (R\$ mi e pontos base) aos perfis de investidores oriundos da seleção adversa cumulados aos de redução dos custos explícitos, considerando limites explícitos e implícitos ao volume internalizado

	Cenário 11 – queda de 20% do ADV alocado ao varejo “lit”, com melhoria de preço, sem fracionamento de tick-size, sem CCP, média dos melhores modelos	Cenário 14 – Cenário 11, modelo com menor alta de spread	Cenário 15 - Cenário 11, modelo com maior alta de spread
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread médio)	-115.6	-88.6	-143.4
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread ponderado)	-76.1	-58.3	-94.4
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread médio)	127.3	127.9	126.6
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread ponderado)	98.5	98.9	98.1
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread médio)	-0.28	-0.22	-0.35
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread ponderado)	-0.19	-0.14	-0.23
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread médio)	1.77	1.78	1.76
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread ponderado)	1.37	1.38	1.37

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.

Como conclusão referente a tabela acima, verifica-se que as sensibilidades referentes a modelagem de piora de spread podem colocar, em termos absolutos, um diferencial favorável aos investidores de varejo (ou seja, resultado total ao varejo deduzido das perdas aos institucionais) na casa de até R\$ 16.8 milhões ao ano no cenário de piora majorada de spread, R\$ 22.4 milhões ao ano no cenário base ou até R\$ 40.6 milhões ao ano, no cenário de piora minorada de spread.



Em termos absolutos, em todos os cenários acima, no que abarca os ganhos do varejo, estima-se que: i) R\$ 7.2 milhões ao ano seriam atribuíveis à redução de emolumentos; ii) R\$ 35.9 milhões à eliminação de taxas de pós-negociação. Logo, por si só, isso já significa que o efeito isolado da seleção adversa pode ser limítrofe, dado o conjunto de suposições. Analisando exclusivamente os efeitos da seleção adversa, no cenário de menor diferença entre ganhos líquidos do varejo e perdas aos institucionais (Cenário 14, com spread ponderado), chegamos aos valores de R\$ -2.5 milhões ao ano, referentes a ganhos de R\$ 55.8 milhões ao ano ao varejo e perdas de R\$ 58.3 milhões ao ano aos institucionais.

Uma série de ajustes pode ser feita neste momento. O primeiro ajuste seria a consideração de taxas de emolumentos mais baixas, caso exista maior competição entre administradoras de mercado de bolsa, independentemente da internalização. Nesse sentido, menores emolumentos reduziriam parte do potencial ganho obtido pelo varejo internalizado. Logo, a simulação é ajustada para prever emolumentos médios de 0.25 basis points, queda de 50% em relação ao atual.

Outra fonte relevante de ajuste seria a flexibilização da suposição de isenção de tarifas de pós negociação por parte de internalizadores. Uma vez que é provável o cenário de interoperabilidade entre centrais depositárias, é plausível uma suposição de que ao menos as taxas atualmente cobradas pela B3 pelo uso de sua central depositária (0.26 basis points) sejam repassadas aos internalizadores na eventualidade de uso de tal infraestrutura. Tal possibilidade, nota-se, já foi alvo de arbitragem privada, com desfecho similar⁴⁴⁶.

Por fim, para finalidades de comparação e análise, com base no Cenário 17 cria-se o Cenário 19, num exercício de simulação de internalização de 100% do volume de varejo no mercado “lit”, porém com o requerimento de melhoria mínima de preço. Esse cenário possui utilidade para avaliar efeitos extremos da ausência de limites quantitativos ao volume internalizado na internalização com restrições, isto é, descartando o pressuposto de que a melhoria mínima de preço desencorajaria a atuação dos internalizadores.

⁴⁴⁶ Tal desfecho já foi alvo de Comunicado a Mercado por parte da própria B3: Ver: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Tela=ext&numProtocolo=727765&descTipo=IPE&CodigoInstituicao=1>.



Tabela IX.3.1.2 – Impactos monetários (R\$ mi e pontos base) aos perfis de investidores oriundos da seleção adversa cumulados aos de redução dos custos explícitos, considerando limites explícitos e implícitos ao volume internalizado, ajustados a suposições de redução competitiva de emolumentos e cobrança parcial de taxas de pós-negociação

	Cenário 16 – queda de 20% do ADV “lit” alocado ao varejo, com melhoria de preço, sem fracionamento de tick-size, sem CCP, redução competitiva de emolumentos de 50%, cobrança de 0.26 bps por uso de CSD, média dos melhores modelos	Cenário 17 – Cenário 16, modelo com menor alta de spread	Cenário 18 - Cenário 16, modelo com maior alta de spread	Cenário 19 – Cenário 17, porém sem custos explícitos e queda de 100% do ADV “lit” alocado ao varejo, sem saída de institucionais do livro
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread médio)	-115.6	-88.6	-143.4	-447.4
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (R\$ - spread ponderado)	-76.1	-58.3	-94.4	-294.6
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread médio)	120.0	120.6	119.3	351.3
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (R\$ - spread ponderado)	91.2	91.6	90.8	298.7
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread médio)	-0.28	-0.22	-0.35	1.10
Perda aos institucionais, efeito piora de spread (bps - spread ponderado)	-0.19	-0.14	-0.23	0.72
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread médio)	1.67	1.68	1.66	4.89
Ganhos líquidos ao varejo, efeito seleção adversa + custos explícitos (bps - spread ponderado)	1.27	1.28	1.26	4.16

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.



Em outro ajuste fino, o efeito de elevação de *spread* oriundo do aumento da seleção adversa nos ambientes “lit” pode impactar investidores de varejo que investem via fundos de investimento. Ou seja, é necessário estimar quanto da perda institucional seria na verdade perda de varejo, e fazer um ajuste correspondente, ainda que sem efeito líquido global.

É possível fornecer uma *estimativa* do percentual de patrimônio líquido da indústria de fundos detido por investidores de varejo, através de dados regulatórios públicos. Em primeiro lugar, seleciona-se fundos de ações e multimercado⁴⁴⁷, cuja carteira possui tende a possuir alocação ordinária no mercado a vista de “*equities*”. Os dados do reporte “Perfil Mensal”⁴⁴⁸, por sua vez, contém a informação do percentual do patrimônio líquido do fundo detido por investidores de varejo e por outros fundos.

Logo, é possível somar a alocação direta dos investidores de varejo em fundos “não cotas” com a alocação indireta, obtida pela multiplicação da alocação de investidores de varejo em fundos de cotas pela alocação de fundos em geral no passivo dos fundos “não cotas”⁴⁴⁹.

Dessa forma, a tabela abaixo mostra, para o agregado dos fundos considerados, qual a alocação estimada do perfil varejo no patrimônio líquido, o ADV acumulado no ano no mercado “lit”, a correspondente fração do ADV no mercado “lit” detida pelos fundos e a proporcional fração do ADV “lit” “institucional” detida na verdade pelo varejo através de fundos. Em linhas gerais e de maneira simplificada, ela nos mostra que em média 1.3% da perda institucional calculada na verdade é uma perda de varejo, devendo ser realocada no cálculo final

⁴⁴⁷ Fundos de índice (ETF) não foram inclusos pois não possuem dados regulatórios que permitem identificar a fração detida de seu PL por varejo.

⁴⁴⁸ Tal reporte encontra-se previsto no Art. 2º, inciso XV, do Anexo Normativo I da Resolução CVM 175.

⁴⁴⁹ Tal cálculo consiste numa estimativa, uma vez que fundos “não-cota” também podem investir em outros fundos. Um cálculo preciso necessitaria de um cruzamento iterativo de dados de carteira obtidos pelo reporte “CDA” (capaz de mostrar o CNPJ de fundos alocados) com os dados do “Perfil Mensal”, complexo computacionalmente e cujo resultado incremental seria pouco relevante para as conclusões deste trabalho.



Tabela IX.3.1.3 – Proporção do ADV no mercado “lit” de ações e equivalente indiretamente detida pelo público de varejo via fundos de investimento em ações e multimercado

	Média	2024	2023	2022	2021	2020
ADV_lit_R\$_bi	23.9	19.1	20.4	26.0	28.8	25.0
ADV_lit_fundos_elegíveis_R\$_bi	8.2	6.5	7.4	9.4	9.6	8.4
Alocação_varejo_fundos_elegíveis_%	3.1%	3.9%	2.8%	2.9%	3.2%	2.9%
ADV_varejo_fundos_elegíveis/_ADV_institucional%	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%

Fonte: CVM.

Para integrar a análise de custos da seção anterior ao restante das informações obtidas até o momento, é necessário utilizar um cenário base referente a estrutura de mercado pós eventual internalização, conforme “**Cenário 16**” acima. Na seção anterior, ao estimar custos para autorregulação e MRP, consideramos, num cenário de ausência de restrições à internalização, a introdução de duas novas estruturas de balcão organizado, uma multilateral e outra bilateral, bem como uma migração de fluxos do mercado “*dark*”, atualmente na B3, para tais novos ambientes.

Podemos continuar com tais premissas, modulando todas as vertentes de custo a esse novo cenário, o qual estima 20% do volume “*lit*” alocado atualmente ao varejo sendo internalizado, mantendo a alocação das contrapartes institucionais no livro, na suposição de que a elevação na seleção adversa e nos spreads cotados seriam insuficientes para demover tais participantes de continuarem negociando no ambiente “*lit*”.

Uma vez que na seção anterior consideramos um cenário de internalização irrestrita (ou seja, permissividade nas “variáveis parâmetro”, sempre que possível) e modulamos os custos em função do volume de varejo internalizado apenas nas simulações de autorregulação e MRP, ainda é necessário recalibrar as suposições de perdas operacionais recorrentes e de custos substantivos de compliance a este último cenário específico.

No primeiro caso, conforme já suscitamos, pode ser necessário parcimônia, uma vez que tais custos podem ser de caráter fixo ou semi-fixo. Contudo, no cenário em tela, onde há um requerimento explícito de melhoria de preço relevante, alguns dos problemas que envolvem a melhor execução podem ser considerados mitigados, em especial o de melhorias de preço baixas o suficiente ao ponto de gerarem questionamento. Considerando ainda que o volume financeiro internalizado seria de montante bem inferior ao cenário irrestrito, pode ser argumentado que a probabilidade de eventos de risco serem materializados reduziria em alguma medida a estimativa inicial.



Uma vez que não há parâmetros ou *benchmarks* explícitos nessa situação, uma proposição plausível, considerando que o custo é semi-fixo, ou seja, uma vez permitida a internalização, ainda que com limitadores, que os eventos de risco devem ser materializar em alguma medida, é a de que a redução de custos deve ser menos do que proporcional ao volume financeiro internalizado. Em outras palavras, uma redução percentual no volume financeiro internalizado, em relação ao cenário irrestrito, deveria provocar uma redução de custos proporcionalmente inferior.

Uma vez que os cenários sob escrutínio propõem internalização de 20% do volume financeiro “*lit*” alocado ao varejo, ao invés de 100% (o que representa uma redução de 80%), uma redução de custos de 80% seria um limite máximo. No entanto, considerando que diversos direcionadores de probabilidade e impacto encontram-se presentes de qualquer maneira, tais como a possibilidade de PFOF, por exemplo, um número na casa de 50% não parece irrazoável como custo mínimo, considerando o seguinte vetor de “variáveis parâmetro”:

Vetor_Parâmetro_1 (VPAR1) = [(VP1.2.1+VP1.2.2), VP 2.2, VP3.1, VP 4.2, VP 5.2, VP 6.2, VP 7.2, VP 8.2, VP 9.3, VP 10.2, VP 12.4, VP 13.1, VP 14.1, VP 15.3, VP 16.2]

Nesse caso, um custo recalibrado no intervalo de R\$ 3.1 a 17.2 milhões ao ano, alocáveis unicamente aos investidores de varejo, pode ser introduzido na modelagem integrada.

Com respeito a simulação de custos substantivos de compliance enfrentados pelo *regulador*, novamente deve ser ressaltado o caráter de custo fixo ou semi-fixo dos mesmos. Entretanto, menor volumetria de internalização, bem como o requerimento explícito de melhoria de preço, permitem a argumentação de que a menor probabilidade de eventos de risco serem materializados reduziria em alguma medida a estimativa inicial.

Das rubricas referentes aos gastos necessários num cenário de internalização irrestrita, em consonância com a suposição de redução de 50% nas perdas operacionais recorrentes acima, fazem sentido as seguintes alterações, de caráter mais sensível aos parâmetros mencionados: i) redução de 6 FTE para 4.5 em alguns processos de supervisão do regulador (linhas 8, 9, 10 da Tabela IX.3.1.4), interface com TI como dono de produto, interlocução com autorreguladores e auxílio a demais processos; ii) redução de 2.5 para 1.25 no FTE nos processos de orientação ao investidor e sanção do regulador (linhas 11 e 12 da Tabela IX.3.1.4). Além disso, não haveria alteração nas estimativas de custos de compliance aos intermediários e internalizadores.



Dessa forma, o cenário em tela, o custo de compliance do regulador, corrigido por inflação, seria reduzido de R\$ 10.0 milhões para R\$ 9.0 milhões anuais. Essa queda de apenas R\$ 1.0 milhão ao ano mostra a inflexibilidade da estrutura de custos substantivos de compliance, isto é, uma vez introduzida a possibilidade de internalização, a supervisão e *disclosure* da atividade por parte do regulador e da indústria consistem em custos quase fixos.

O custo substantivo de compliance, conforme mencionado, deve ser proporcionalmente alocado em investidores institucionais e investidores de varejo, considerando que são custos regulatórios que em última instância recaem sobre a sociedade como um todo.

Nesse sentido, utilizando a premissa de que praticamente toda a negociação “dark” atual encontra-se atrelada aos investidores institucionais, dada a pouca relevância do volume financeiro negociado em RLP, chega-se à tabela abaixo, com a proporção do ADV total, a qual pode ser utilizada para a alocação pretendida⁴⁵⁰.

Tabela IX.3.1.4 – Frações do volume financeiro médio diário alocadas a perfis de investidores, para fins de rateio de custos de compliance estimados

	Média	2024	2023	2022	2021	2020
ADV_Total_R\$_bi	25.8	21.0	22.3	28.1	31.0	26.7
ADV_Dark_R\$_bi	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2	1.7
ADV_lit_R\$_bi	23.9	19.1	20.4	26.0	28.8	25.0
Alocação_varejo_lit_%	18.1%	15.0%	15.2%	15.5%	20.6%	24.0%
ADV_Total_Varejo_%	16.7%	13.7%	13.9%	14.3%	19.2%	22.5%
ADV_Total_Institucional_%	83.3%	86.3%	86.1%	85.7%	80.8%	77.5%

Fonte: CVM.

Portanto, a Tabela IX.3.1.5 abaixo, em seu turno, mostra a junção de todos os custos e benefícios como parcelas anuais equivalentes corrigidas pela inflação, considerando o vetor de variáveis parâmetro “VPAR1” mencionado acima.

⁴⁵⁰ Considerando que o volume financeiro negociado por fundos, ainda que parcialmente detido por investidores de varejo, é gerido por investidores institucionais, os quais encontram-se no controle das decisões de negociação e alocação interna, e são capazes de negociar de maneira mais informada, provocando maior seleção adversa nos ambientes contendo livros de ordem visíveis, podemos manter a alocação cheia dos investidores institucionais para fins de custos alocados.



Tabela IX.3.1.5 – Relação consolidada de custos e benefícios aos investidores de varejo e investidores institucionais, em milhões de reais ao ano (ou basis points, quando assinalado), em valores reais, por cenário estimado, intervalo total utilizando spreads médios ou ponderados, bem como custos de observância mínimos e máximos

	Cenário 16 – queda de 20% do ADV “lit” alocado ao varejo, com melhoria de preço, sem fracionamento de tick-size, sem CCP, redução competitiva de emolumentos de 50%, cobrança de 0.26 bps por uso de CSD, média dos melhores modelos	Cenário 17 – Cenário 16, modelo com menor alta de spread	Cenário 18 - Cenário 16, modelo com maior alta de spread	Cenário 19 – Cenário 17, porém sem custos explícitos e queda de 100% do ADV “lit” alocado ao varejo, sem saída de institucionais do livro
Resultado final ao varejo deduzido do resultado final aos institucionais (R\$mm/aa) (B-A)	-33.5 a -58.4	-15.3 a -30.7	-52.3 a -86.9	-46.3 a -160.8
Resultado final aos institucionais (A)	-83.0 a -122.0	-65.5 a -95.4	-101.2 a -149.6	-298.9 a -449.9
Em bps (sem reversão por Fl detidos ao varejo)	-0.21 a -0.30	-0.16 a -0.24	-0.25 a -0.37	-0.74 a -1.12
Perda aos institucionais, efeito piora de spread	-76.1 a -115.6	-58.3 a -88.6	-94.4 a -143.4	-294.6 a -447.4
Em bps	-0.19 a -0.28	-0.14 a -0.22	-0.23 a -0.35	-0.72 a -1.10
Reversão por Fls detidos pelo varejo	0.93 a 1.41	0.71 a 1.08	1.15 a 1.75	3.60 a 5.46
Alocação aos institucionais – custos substantivos de compliance ao regulador	-7.51	-7.51	-7.51	-7.51
Alocação aos institucionais – custos financeiros	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
Resultado final ao varejo (B)	35.4 a 77.8	36.0 a 78.8	34.7 a 76.8	238.4 a 303.2
Em bps	0.5 a 1.1	0.5 a 1.1	0.5 a 1.1	3.4 a 4.3
Resultado ao varejo – seleção adversa	55.4 a 84.2	55.8 a 84.8	55.0 83.5	101.2 a 153.7
Em bps	0.77 a 1.17	0.78 a 1.18	0.77 a 1.16	1.41 a 2.14



Ganhos ao varejo - melhoria de preço na internalização	68.9 a 104.6	66.1 a 100.5	71.7 a 108.9	153.3 a 232.8
Perda ao varejo – efeito piora de spread	-13.4 a -20.4	-10.3 a -15.6	-16.7 a -25.3	-52.1 a -79.1
Ganhos ao varejo – redução de custos explícitos	35.8	35.8	35.8	197.5
Em bps	0.50	0.50	0.50	2.75
Ganhos ao varejo – redução de emolumentos pagos	3.6	3.6	3.6	18.0
Ganhos ao varejo – redução de taxas de pós-negociação pagas	32.2	32.2	32.2	179.6
Reversão por FIs detidos pelo varejo	-0.93 a -1.41	-0.71 a -1.08	-1.15 a -1.75	-3.60 a -5.46
Custos de observância ao varejo (rubricas abaixo)	-40.7 a -54.9	-40.7 a -54.9	-40.7 a -54.9	-42.6 a -56.7
Em bps	-0.57 a -0.76	-0.57 a -0.76	-0.57 a -0.76	-0.59 a -0.79
Alocação ao varejo – perdas operacionais recorrentes	-3.1 a -17.2	-3.1 a -17.2	-3.1 a -17.2	-3.1 a -17.2
Alocação ao varejo – custos de compliance ao regulador	-4.45	-4.45	-4.45	-4.45
Alocação ao varejo – custos de compliance aos intermediários	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
Alocação ao varejo – custos de autorregulação	-19.6	-19.6	-19.6	-21.0
Alocação ao varejo – custos de MRP	-11.8	-11.8	-11.8	-12.2
Alocação ao varejo – custos financeiros	-1.8	-1.8	-1.8	-1.9

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados analisados.



Através das tabelas acima é possível dizer que em **todas as simulações, em termos absolutos, os ganhos totais ao varejo não superam as perdas aos institucionais, ainda que o resultado total, em termos relativos, possa lhes ser favorável**. Ao analisar exclusivamente o efeito de seleção adversa, é possível um cenário no mínimo plausivelmente neutro (Cenário 17), com um resultado líquido absoluto negativo ao varejo de apenas R\$ 2.7 mi ao ano.

Abaixo compara-se as “variáveis parâmetro” “VPAR1” com o cenário de “*status quo*”, a ser chamado de “VPAR0”.



Tabela IX.3.1.6 – Comparação das variáveis parâmetro nos cenários “VPAR1” versus “status quo”

Variável	Alternativa VPAR1	Alternativa VPAR0	Observações
(VP 1) - Ambientes de negociação possíveis para operações internalizadas	VP 1.1, permitidas em procedimentos específicos de negociação em mercados organizados de bolsa VP 1.2, permitidas em mercado de balcão organizado, considerando duas subopções vigentes via Resolução CVM 135: i) sistemas centralizados multilaterais (podendo contar com formadores de mercado); ii) sistemas centralizados bilaterais.	VP 1.1 apenas, devido a restrição de negociação simultânea em bolsa e balcão disposta na Resolução CVM 135	Pressupõe que em VPAR1 não há vedação à negociações simultâneas em ambiente de bolsa e balcão organizado, no caso do mercado à vista de ações ou equivalentes.
(VP 2) - Restrições de volume financeiro para operações internalizadas	VP 2.2, sem restrições	VP 2.1, limites para volume financeiro de varejo internalizado no âmbito do RLP	Não há limites explícitos, ainda que as demais “VP” impliquem em limitações espontâneas no cenário.
(VP 3) - Melhoria de preços para operações internalizadas	VP 3.1, com requerimento de melhoria de ao menos um tick-size em caso de spread aberto, e ao melhor preço no caso de spread fechado	VP 3.1, com requerimento de melhoria de ao menos um tick-size em caso de spread aberto, e ao melhor preço no caso de spread fechado	Não há previsão de fracionamento, ao menos num primeiro momento.
(VP 4) - “Payment For Order Flow” (PFOF)	VP 4.2, sem restrições	VP 4.2, sem restrições	
(VP 5) - Mecanismo de “opt-in/out” para operações internalizadas	VP 5.1, obrigatório	VP 5.1, obrigatório	
(VP 6) - Transparência pré-negociação	VP 6.5, não obrigatória	VP 6.5, não obrigatória	



(VP 7) - Transparência pós-negociação	VP 7.2, divulgação imediata, com exceções	VP 7.1, divulgação imediata e sem exceções	Admite-se possibilidade de exceções para ativos ilíquidos e operações de grandes lotes.
(VP 8) - Livre acesso aos serviços do ambiente de negociação onde ocorrem operações internalizadas	VP 8.2, conforme parâmetros públicos divulgados e aprovados previamente à autorização do regulador para operação do mercado organizado, conforme Anexo B da Resolução CVM 135, item 9	VP 8.2, conforme parâmetros públicos divulgados e aprovados previamente à autorização do regulador para operação do mercado organizado, conforme Anexo B da Resolução CVM 135, item 9	
(VP 9) - Fita consolidada	VP 9.3, sendo que atualmente não há necessidade prática de consolidação, uma vez que o mecanismo de RLP ou grandes lotes não contam com transparência pré-negociação e já são automaticamente consolidados com as divulgações de pós-trade da B3	VP 9.3, sendo que atualmente não há necessidade prática de consolidação, uma vez que o mecanismo de RLP ou grandes lotes não contam com transparência pré-negociação e já são automaticamente consolidados com as divulgações de pós-trade da B3	
(VP 10) - Liquidação de operações internalizadas	VP 10.2, permitida liquidação bilateral de operações entre participantes no caso de balcão bilateral	Atualmente, uma vez que a internalização é realizada em ambiente de bolsa, via RLP ou grandes lotes, é mandatório o uso de contraparte central. Entretanto, caso a internalização seja menos restrita, já é possível que no mercado de balcão organizado, via sistema centralizado e bilateral, seja utilizada a liquidação bilateral.	No caso de liquidação em balcão multilateral, a exigência de CCP ainda seria válida. A liquidação bilateral envolvendo valores mobiliários admitidos à negociação em ambiente de bolsa seria introduzida na prática – atualmente ela é vedada em decorrência da vedação de negociação simultânea em ambiente de bolsa e balcão.



		Ou seja, as opções de parâmetro, com a regulamentação atual, se vinculam ao ambiente de execução, porém poderiam ser alteradas pela própria CVM.	
(VP 11) - Uso de depositária central com conta segregada por comitente final	Entende-se que o depósito centralizado é uma obrigatoriedade para a negociação em mercados organizados de bolsa e balcão organizado.	Atualmente, uma vez que somente são permitidas operações internalizadas em ambiente de bolsa, há uso mandatório de contas individualizadas	Não há alternativa regulatória.
(VP 12) - Melhor execução	VP 12.4, conceito amplo, com modulação por tipo de investidor.	VP 12.4, conceito amplo, com modulação por tipo de investidor.	
(VP 13) - Disclosures acerca de conflitos de interesse, funcionamento do ambiente de execução e execução das ordens	VP 13.1, mandatórios	VP 13.1, detalhes conforme Resolução CVM 135 e MPO da B3.	Imagina-se disclosures espelhados na regulação estadunidense
(VP 14) - Modelo de autorregulação para ambientes de negociação onde permite-se internalização	VP 14.3, permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio	VP 14.3, permissão para contratação de serviços de autorregulação de outra entidade, ou autorregulador próprio	Não foi considerado provável no curto prazo um cenário no qual há contratação da incumbente ou unificação dos serviços.
(VP 15) - Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) para operações internalizadas	VP 15.3, permissão para contratação de serviços de MRP de outra entidade administradora, ou MRP próprio	Uma vez que as operações internalizadas atualmente devem ser conduzidas em ambiente de bolsa, a opção VP 15.2 é determinada pela Resolução CVM 135. Contudo, ambientes de balcão organizado não são obrigados a fornecer MRP atualmente, e operações internalizadas ali	Pressupõe-se que operações com valores mobiliários no mercado de balcão organizado, para ativos que também sejam negociados no mercado de bolsa, também devem contar com MRP, evitando arbitragem regulatória. Não foi considerado provável no curto prazo um cenário no qual há contratação da



		conduzidas não contariam com MRP caso a regra não fosse alterada, recaindo na opção VP 15.4.	incumbente ou unificação dos serviços.
(VP 16) - Segregação de capital entre entidade administradora e participantes admitidos a negociar	VP 16.2, sendo que para a aquisição de capital social não controlador por parte de participante admitido a negociação, em fatias maiores que 15%, há dispensa automática com contrapartidas, conforme Resolução CVM 135.	VP 16.2, sendo que para a aquisição de capital social não controlador por parte de participante admitido a negociação, em fatias maiores que 15%, há dispensa automática com contrapartidas, conforme Resolução CVM 135.	

Fonte: Elaboração própria.



Do lado que penderia a favor da VPAR1, nota-se que o investidor de varejo tenderia a ser beneficiado em valores monetários relativos, quando comparado ao efeito deletério inevitável sobre os investidores institucionais. A combinação de variáveis desse cenário consiste, em seu turno, numa tentativa de permitir que alguns dos *benefícios* aos investidores de varejo no âmbito do RLP sejam replicados em outras estruturas.

Sobre esse ponto especificamente, as alterações mais sensíveis em relação ao *status quo* seriam a possibilidade negociação em mercado de balcão, inclusive valendo-se de liquidação bilateral, sem CCP, e a introdução de risco relevante de deficiências no processo de melhor execução, risco o qual requer mitigação regulatória e autorregulatória, ensejando custos de observância.

Sobre a liquidação bilateral, relembra-se que os intermediários já constituem garantias na cadeia de liquidação vigente, para assegurar liquidação em âmbito de CCP em caso de inadimplência dos investidores. Ou seja, haveria um rearranjo parcial de gestão de riscos no sistema financeiro, uma vez que parte das garantias no âmbito de liquidação em CCP poderiam ser liberadas. Outro ponto consiste no fato de já possuírem responsabilidades e controles no gerenciamento da posição diária dos investidores de varejo, com finalidades de controle de margem, por exemplo.

Conforme explicitado ao longo da análise, poderia haver benefícios tangíveis de segunda ordem aos investidores de varejo, porém não mensurados, tais como:

- Redução da volatilidade dos ativos, em especial em momentos de estresse.
- Uma competição mais acirrada entre infraestruturas de mercado, ainda que envolvendo ambientes de negociação de natureza distinta, podendo levar a custos explícitos de negociação médios mais baixos para os investidores de varejo, inclusive os não internalizados.
 - Conservadoramente, a simulação dos cenários finais não levou em consideração quedas adicionais de emolumento oriundas da pressão competitiva. No entanto, a troca de simulação, com base no Cenário 1, que simula a redução total dos emolumentos para todo o fluxo de varejo (0.5 bps), caso esse efeito competitivo fosse de 0.1 bps adicionais, chegaríamos ao valor de R\$ 7.2 mi, algo que ainda sim deixaria a simulação dos últimos cenários em estado limítrofe, no que abarca vantagens monetárias absolutas aos investidores de varejo.



- Aqui, caso novas infraestruturas de mercado adentrassem outras modalidades de negociação em balcão em conjunto a internalização de ordens, os custos referentes a autorregulação e compliance regulatório, estimadas conservadoramente como 100% alocados a internalização de ordens, poderiam ser reduzidos, melhorando o resultado estimado aos investidores de varejo no que tange a internalização de ordens.
- Possibilidade de introdução de estruturas inovadoras no ambiente competitivo, fornecendo incentivos para elevação nos padrões de experiência dos usuários.

Entretanto, considerando o trabalho de simulação de cenários realizado até então, **recomenda-se a opção regulatória do “status quo”, representada pela “VPAR0”,** com o seguinte racional e condicionantes:

- No contexto das “variáveis parâmetro” referentes ao *status quo*, em especial o requerimento de melhoria mínima de preço, pode ser argumentado que a parcela *mensurável* dos possíveis benefícios ao varejo (deduzida das perdas correspondentes aos institucionais), referente à seleção adversa, a qual se encontraria em cenário limítrofe relativamente às perdas dos institucionais em melhor hipótese (Cenário 17), **já pode ser obtida através do afrouxamento de regras referentes ao mecanismo de RLP atualmente vigente, tais como fim do limite aos ativos elegíveis, permissão de negócios com lotes fracionários e fim de limites quantitativos aos volumes financeiros.**
 - Lembremos, o RLP, no mercado de ações à vista, já permite que até 30% do volume de varejo seja internalizado, valor esse acima da suposição do Cenário 16, que pressupõe que o requerimento de melhoria mínima de preço limitará espontaneamente o volume internalizado a 20%.
 - Limites quantitativos, em especial aqueles padronizados, naturalmente provocarão distorções, ao limitar seletivamente determinados ativos com maior potencialidade de internalização, e fornecem custos de observância ao sistema como um todo.
- Nessa esteira, uma vez que as simulações referentes a seleção adversa já apontam que afrouxamentos no contexto atual do RLP podem ser neutras em relação ao equilíbrio de custo-benefício entre varejo e institucionais (em termos absolutos e relativos), sem ônus adicionais de custos de observância ao sistema, poderia ser argumentado que a escolha pela VPAR 1 só seria justificável através das economias de taxas de emolumentos e pós-negociação (custos explícitos) *versus* os demais custos de observância introduzidos no sistema.



- Nesse cálculo, para o Cenário 16, compara-se economias simuladas de R\$ 35.8 milhões ao ano versus um intervalo de custos de observância total que varia entre R\$ 48.6 e R\$ 62.8⁴⁵¹.
- Dessa forma, considerando a possibilidade de cenários limítrofes ou negativos, em conjunto aos potenciais riscos, julga-se que a relação de riscos versus retorno da VPAR1 torna-se indesejável em relação a VPAR0, na atual conjuntura, sem prejuízo de revisão posterior.
 - Por exemplo, um risco relevante no cenário alternativo é o de que **seria imprescindível a obtenção de recursos orçamentários e humanos adicionais por parte da CVM para que os benefícios estimados atrelados ao cenário recomendado se materializem. Caso os recursos não fossem obtidos, seria possível que as perdas operacionais recorrentes fossem ainda maiores, por supervisão ineficaz.**

Logo, em conclusão, esta AIR opta pelas seguintes recomendações regulatórias e procedimentais:

- Escolha pela “Alternativa VPAR 0”, referente ao *status quo*, a qual mantém circunscritas as possibilidades de internalização de ordens aos procedimentos específicos de negociação em mercado de bolsa, tais com mecanismos de RLP, conforme atualmente.
 - Dentro de tais procedimentos, recomenda-se a flexibilização total de limites referentes aos: i) rol de ativos negociados, permitindo qualquer ativo no mercado à vista de ações, incluso lote fracionário; ii) volume financeiro de varejo permitido.
- Recomenda-se uma Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), ao final de até 5 anos da operacionalização das recomendações acima, com os seguintes objetivos:
 - Verificação empírica de premissas referentes ao volume de varejo internalizado, melhoria de preço e alterações sobre o “bid-ask spread” nominal cotado, como forma de verificar *a posteriori* a obtenção pelos investidores de varejo dos benefícios estimados *a priori*, bem como eventuais perdas aos investidores institucionais. Nesse sentido, é necessário coletar e monitorar dados periódicos que permitam recalibrar a modelagem econométrica e as simulações quando desejado.

⁴⁵¹ Aqui, soma-se tanto os custos para o varejo quanto os custos para os institucionais, uma vez que ambos os custos são, em última instância, arcados pelo sistema como um todo.



- Análise de eventual novo contexto competitivo no que abarca o mercado de ambientes de negociação, bem como evolução espontânea das variáveis parâmetro abordadas neste estudo.
- Recomenda-se estudos adicionais referentes a algumas variáveis parâmetro abordadas nesta análise, tais como VP 3 (melhoria de preços, em especial possibilidade de fracionamento e modulação do regime de *tick-size*), VP7 (possibilidades de defasagem de transparência pós-negociação), VP9 (fita consolidada) e VP10 (liquidação de operações internalizadas).
 - Conforme vimos, o Cenário 13 propunha fracionamento de *tick-size*, em conjunto a manutenção de melhorias mínimas de preço. Nesse sentido, uma hipótese que poderia merecer estudos técnicos aprofundados (ou testes empíricos, em caso de uma autorização de administradora de mercado de bolsa que voluntariamente proponha procedimentos específicos de negociação), seria de permitir melhoria de preço em frações de *tick-size*, respeitado o “*tick*” mínimo em caso de spread aberto.
 - Isso poderia permitir que a fração de negociações atualmente internalizadas sem melhoria de preço (spreads fechados) ou sem muitos incentivos técnicos para melhoria (como o spread de R\$ 0,02) pudessem elevar o volume internalizado e até mesmo eventualmente a melhoria média verificada, fornecendo benefícios aos investidores de varejo, sem custos adicionais ao sistema.
- Recomenda-se a normatização de relatórios padronizados de *disclosure* acerca de melhor execução e conflitos de interesse por parte dos intermediários, em linha com benchmark internacional e procedimentos e custos estimados para a Alternativa VPAR1, como forma de facilitar o monitoramento da melhor execução pelo regulador e pelo público em geral.
 - Num eventual cenário de competição entre administradores de mercado de bolsa, tal normatização já se faria necessária, logo tratar-se-ia de recomendação regulatória com sinergias ao contexto competitivo mais geral.
 - É possível estruturar, racionalizar e consolidar todos os requerimentos de *disclosure* de: i) conflitos de interesse envolvendo ambientes de negociação e intermediários; ii) regras de funcionamento de ambientes de negociação e procedimentos de intermediários, bem como salvaguardas existentes para conflitos de interesse e riscos operacionais, hoje dispersas.



IX.4. Identificação de efeitos e riscos e estratégias de monitoramento relacionados à alternativa recomendada

A alternativa regulatória “VPA0”, de flexibilização pontual dentro do “*status quo*”, possui uma série de efeitos e riscos que necessitam serem expostos e debatidos, por “variável parâmetro”:

IX.4.1. Ambientes de negociação possíveis para operações internalizadas

As simulações referentes a “VPA1” partiam da premissa de que uma nova estrutura de balcão multilateral e uma nova estrutura de balcão bilateral entrariam em operação, competindo com os incumbentes no mercado de balcão tradicional, internalização e negociações opacas em geral.

Há o risco de tais premissas estarem equivocadas e uma quantidade menor de novas estruturas adentrando o mercado, acarretando custos de compliance, autorregulação e MRP menores do que os estimados acima (o que inclusive levaria a menores benefícios aos investidores via competição entre ambientes de negociação). Trata-se de risco a ser assumido pelo regulador em sua escolha regulatória, em prol dos benefícios prospectivos almejados.

IX.4.2. Restrições de volume financeiro para operações internalizadas

Com a recomendação de flexibilização dentro do *status quo*, não se exigiria mais o controle de limites quantitativos de volume em operações internalizadas dentro de procedimentos específicos de bolsa, sob a premissa de que o requerimento de melhoria relevante de preço, ao reduzir a margem de lucro bruto das operações internalizadas, reduziria indiretamente o volume internalizado a níveis não prejudiciais em termos sistêmicos.

Nesse sentido, ainda que não intencionalmente, há o risco de que as premissas e a modelagem econométrica realizada neste estudo possam padecer de alguma deficiência, incompletude, obsolescência futura ou mesmo que sejam inferiores a outras modelagens possíveis não exploradas, capazes de fornecer resultados empíricos mais precisos. Logo, há um risco de que as estimativas de custos e benefícios referentes à seleção adversa possam encontrar-se longe de seus valores reais, ou que elas se tornem rapidamente obsoletas. Trata-se de risco parcialmente assumido pelo regulador em prol dos benefícios almejados.

Importante ainda mencionar a construção do Cenário 19, o qual verificaria os efeitos simulados de internalização de 100% do fluxo de varejo, dentro de um contexto de exigência de melhoria mínima de preço, com a menor elevação de spread modelada para tal patamar de internalização. Considerando nossa recomendação pela “VPA0” levemente modificada, apenas os efeitos referentes a seleção adversa materializaram-se num primeiro momento.



Nesse caso, supondo que a premissa da limitação espontânea a 20% de internalização não fosse verificada, o pior cenário ao varejo, dadas tais premissas, seria um intervalo de perda líquida absoluta com a seleção adversa entre R\$ 193.4 milhões e R\$ 294.7 milhões ao ano, situação na qual justificar-se-ia ou a reintrodução de limites quantitativos dentro do contexto de procedimentos específicos de negociação em bolsa (contexto da “VPAR0” modificada), ou a flexibilização ao mercado de balcão (“VPAR1”, com base nos Cenários 16 a 18), uma vez que o resultado final ao varejo, deduzido do resultado final aos institucionais, seria menos danoso (mais neutro sistematicamente), dado que a economia de custos explícitos sobe em conjunto com o volume internalizado.

Friza-se que a manutenção do cenário “VPAR0” modificado, concedendo ao regulador a opção e conveniência de reintrodução de limites quantitativos ao volume internalizado, é uma alternativa mais segura, em termos de reversão de cenário, do que a flexibilização direta à “VPAR1”.

Por fim, como forma de mitigação de tal risco de estimação, recomendou-se uma Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), após o prazo de até 5 anos da operacionalização das medidas de flexibilização.

Recomenda-se ainda o monitoramento de indicadores que permitam atualizações das estimativas e modelagens realizadas nesta AIR numa ARR, tais como indicadores que refletem condições gerais de liquidez ambientes contendo em livros de ofertas visíveis, indicadores que refletem melhoria de preço obtida em operações internalizadas e indicadores que refletem custos explícitos médios de transação.

IX.4.3. Melhoria de preços para operações internalizadas

A opção pela melhoria mínima de preço possui o objetivo de assegurar benefícios tangíveis aos investidores de varejo e prevenir melhorias de preço proforma. Em seu turno, não se recomendou fracionamento de “*tick-size*” mandatório dada a existência de uma avaliação recente por parte da indústria no contexto do RLP, bem como a eventual necessidade de uma avaliação dedicada ao tópico, o qual transcende a questão da internalização.

Há o risco de que tal requerimento de melhoria mínima, no modelo proposto, em conjunto com a impossibilidade de fracionamento de “*tick-size*”, leve a uma subestimação do volume internalizado estimado, reduzindo benefícios prospectivos aos investidores de varejo por incapacidade de precificação adequada da seleção adversa por parte dos internalizadores.



Como forma de mitigação de tal risco, recomenda-se inclusão do fracionamento de “tick-size” em agenda de estudos específicos a posteriori, bem como aceitação de novos procedimentos específicos de negociação em ambiente de bolsa que permitam tal fracionamento. Recomenda-se ainda o monitoramento de indicadores que reflitam o apetite por internalização por grupos específicos de ativos (como recortes de preço ou “*bid-ask spread*” nominal), como forma de comparação dos efeitos da escolha regulatória.

IX.4.4. “Payment For Order Flow” (PFOF)

Optou-se aqui por manter o status quo e permitir a existência de PFOF, sob a justificativa de que sua vedação poderia ensejar movimentos mais bruscos de fusão e aquisição e redução do número de empresas competindo no mercado de intermediação.

Com a permissão do PFOF, há risco de subestimação de perdas operacionais recorrentes, dos custos de compliance, autorregulação e MRP estimados, devido à subestimação do risco de conflito de interesse e agência ensejado pela prática. Contudo, como manteve-se o conjunto de variáveis parâmetro referentes à VPAR0, julga-se que o potencial de perdas operacionais referente à prática permanecerá mitigada aos níveis atuais.

Outros mitigadores poderiam ser considerados em eventual regulamentação contrária, como segregações físicas e lógicas dos sistemas que transitam informações de fluxo negociado, tanto na ponta compradora como vendedora, impedindo que outras áreas dos grupos econômicos, em especial aquelas de negociação proprietária, possam obter vantagens indevidas⁴⁵².

Ademais, o risco residual é assumido pelo regulador no contexto de sua opção regulatória e benefícios almejados. Recomenda-se, por fim, o monitoramento de indicadores que reflitam eventuais reclamações de investidores e indicadores de qualidade de execução que vinculem deficiências à prática de PFOF.

⁴⁵² BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 101 e MARCOS TORRES (p.9). A própria Resolução CVM 135 já fala em necessidade de segregação para prevenção de conflitos de interesse, em seu Art. 84. Tais custos não serão considerados custos regulatórios, na esteira do que já foi explicitado como critério de classificação de custos como impostos por regulação. Tais custos assemelham-se mais a custos de controles internos, voluntários àqueles que decidem realizar internalização ou PFOF, no conceito “*business as usual*”. Pode-se considerar tais custos como necessários ainda para o cumprimento de obrigações regulatórias de controle à manipulação de mercado e “*insider trading*”, não necessariamente vinculadas a internalização e ao PFOF.



IX.4.5. Mecanismo de “*opt-in/out*” para operações internalizadas

Com a escolha prévia pela VP 5.2, admite-se o risco de que os custos de “*opt-in*”, ainda que já afundados em grande medida, estejam subestimados. Trata-se de risco assumido pelo regulador em sua opção regulatória em prol dos benefícios almejados.

IX.4.6. Transparência pré-negociação

Uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos. Ademais, o risco residual é assumido pelo regulador no contexto de sua opção regulatória, em prol dos benefícios almejados. Recomenda-se, por fim, o monitoramento de indicadores que refletem eventuais reclamações de investidores e indicadores de qualidade de execução em geral.

IX.4.7. Transparência pós-negociação

Ao recomendar a flexibilização do rol de ativos elegíveis aos procedimentos específicos de negociação em bolsa, poderia haver justificativa para opção alternativa, isto é, fornecer defasagem adicional para que volumes eventualmente atípicos em alguns ativos menos líquidos não impactem a volatilidade de curto prazo, nem revelem indevidamente informação capaz de ser inferida via dados da transação. Tal opção foi considerada apenas no contexto da alternativa preterida “VPAR1”.

Nesse sentido, a despeito dos menores custos de observância associados, o regulador assume maiores riscos de eventual exacerbação de volatilidade de curto prazo em determinados ativos, bem como maiores riscos de vazamentos informacionais oriundos de informação transacional. Tais riscos são assumidos pelo regulador em sua opção regulatória, em prol dos benefícios almejados.

Recomenda-se, por fim, inclusão do tema em agenda de estudos específicos a posteriori e o monitoramento de indicadores que refletem eventuais problemas associados à volatilidade de curto prazo em ativos ilíquidos. Outra possibilidade com sinergias ao regulador seria lidar com eventuais listas de exceção em conjunto com o monitoramento dos tamanhos de operações que consistem em operações de grandes lotes.

IX.4.8. Livre acesso aos serviços do ambiente de negociação onde ocorrem operações internalizadas

Uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos. A recomendação regulatória realizada aponta no sentido de aprimoramentos no regime informacional, permitindo melhor disclosure de acerca de conflitos de interesse, salvaguardas operacionais e funcionamento geral dos ambientes de negociação.



IX.4.9. Fita consolidada

A opção regulatória pela VP 9.3, isto é, ausência de fita consolidada mandatória, possui como consequência uma elevação do risco de não cumprimento dos deveres de melhor execução. De maneira relacionada, há risco de subestimação dos custos de monitoramento de tais deveres, na ausência de tal fita. Em consequência, há o risco de subestimação das perdas operacionais recorrentes estimadas, bem como dos custos de compliance estimados acima⁴⁵³.

Trata-se de risco a ser assumido pelo regulador em sua escolha regulatória, em prol dos benefícios almejados. No entanto, uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos, e que o conjunto de variáveis parâmetro escolhido, ao circunscrever a internalização a procedimentos específicos de negociação em bolsa, reduz a necessidade de fitas consolidadas ao reduzir a possibilidade de fragmentação de liquidez.

Recomenda-se, por fim, inclusão do tema em agenda de estudos específicos a posteriori e o monitoramento de indicadores que reflitam eventuais problemas associados à qualidade de execução em geral.

IX.4.10. Liquidação de operações internalizadas

Nesta AIR não se intentou realizar uma análise pormenorizada de custo-benefício acerca do uso de *clearings* e contrapartes centrais (CCPs) na liquidação de operações com valores mobiliários, tarefa complexa que por si só poderia consistir em outra AIR. Para as simulações que resultaram na recomendação da alternativa referente ao *status quo*, assumiu-se que eventuais benefícios de liquidação bilateral ao menos igualariam seus custos totais, e procedeu-se a uma mensuração dos eventuais benefícios.

Entende-se que a opção regulatória preterida elevaria em alguma medida o risco sistêmico, em troca de redução nos custos explícitos de negociação (até R\$ 32.2 milhões ao ano ao investidor de varejo no Cenário 16). Tal elevação do risco sistêmico, por sua vez, ocorreria através da elevação do risco operacional, de crédito e de contraparte dos grupos econômicos que eventualmente praticariam liquidação bilateral, o que poderia gerar efeitos de contágio sistêmico no cenário de eventual materialização dos eventos de risco⁴⁵⁴.

⁴⁵³ Por exemplo, BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS, B3 - ANEXO VII - Nota técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS, p. 29.

⁴⁵⁴ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM no01/24, p. 54–55. A B3 ainda alega que o próprio processo usual de cálculo de margens e liquidação observaria menor eficiência com parcela das negociações não adentrando mais a *clearing*.



Como consequência, todos os demais participantes de mercado que interagem com tais grupos econômicos poderiam incorrer em custos ao menos avaliando riscos de contraparte, *a priori*⁴⁵⁵. No pior cenário, mecanismos de ressarcimento poderiam ser ativados para compensar investidores e contrapartes de um grupo econômico impactado por uma falha de liquidação. Nesse sentido, haveria o risco de tais custos, que seriam majoritariamente incorridos por investidores institucionais, superarem os benefícios almejados com a liquidação bilateral aos investidores de varejo.

Indiretamente, outro efeito de permissão de liquidação bilateral consistiria em incentivos indiretos para que os grupos econômicos dos internalizadores favorecessem comercialmente operações de *day-trade* aos investidores, uma vez que elas possuem maior probabilidade de gerarem fluxos simétricos ao final do dia e menor necessidade de procedimentos operacionais de liquidação física e financeira, devido a maior probabilidade de posição líquida inalterada para um determinado par investidor-ativo.

Considerando que o *day-trade* consiste numa modalidade de negociação que pode levar a perdas financeiras aos investidores, quando recorrente, trata-se de um vetor de custos indiretos potenciais⁴⁵⁶.

Para os dois pontos, já existiriam mitigadores de risco. Quanto ao primeiro, em primeira instância, o arcabouço normativo já impõe responsabilidades formais aos intermediários na liquidação de operações conduzidas pelas partes representadas. Em segundo, os intermediários já constituem garantias no âmbito de liquidação de operações na CCP da B3, como alternativa de liquidação em caso de problemas com a ponta dos investidores representados na *clearing*.

⁴⁵⁵ CLARITAS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA *et al*, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24, p. 3.

⁴⁵⁶ CHAGUE, Fernando; GIOVANETTI, Bruno, **As pandemias de COVID-19 e de day trade no Brasil**, [s.l.: s.n.], 2025.



Nesse raciocínio, seria possível que os intermediários apenas direcionassem liquidez provisionada de um ambiente de negociação para outro, com a alteração correspondente do fluxo de negociação. Nesse raciocínio, remanesceria como um risco não mitigado a possibilidade contrária, da ponta do internalizador ser o fator de *default* – o que hoje é mitigado por outras salvaguardas na cadeia da CCP.

Uma possibilidade de mitigação poderia ser uma atribuição mais formalizada e explícita de salvaguarda de liquidação aos MRPs, ou a contratação mandatória de seguros pelos intermediários. Outra possibilidade seria a de segregação da estrutura de liquidação bilateral do internalizador, dentro do mesmo grupo ou através da contratação de banco liquidante⁴⁵⁷.

Quanto ao segundo ponto, já existem iniciativas de caráter educacional, no âmbito do RLP da B3, para endereçar o tema, o qual transcende a questão da internalização de ordens⁴⁵⁸. Uma contrapartida passível de exigência a eventuais internalizadores que pratiquem liquidação bilateral seria a criação de um programa educacional capaz de munir os investidores de varejo de conhecimento mínimo para avaliar os riscos financeiros de uma estratégia persistente de *day-trade*.

Por fim, recomenda-se inclusão do tema em agenda de estudos específicos a posteriori.

⁴⁵⁷ Ver: ALGUS HEDGE CONSULTORIA ECONÔMICA, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24, p. 16 e BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 27. A ANCIRD sugere a exigência de patrimônio líquido mínimo a ser exigida pelo regulador para o ambiente de internalização. No entanto, a calibragem de tal parâmetro possui seus próprios desafios técnicos e custos operacionais, além de introduzir risco de barreiras à entrada no caso de ser fixada muito elevada, e de sancionar formalmente estruturas pouco capitalizadas caso fixada pouco elevada. Dessa maneira, não se recomenda tal mitigador, podendo tal informação ser avaliada pelo regulador no conjunto informacional que acompanha o pedido de registro e monitorado ordinariamente após o registro. Ver: ANCIRD, OF-DG-033/2024, p. 65.

⁴⁵⁸ Conforme acordado em Reunião do Colegiado nº 27/2024. Ver: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240813_R1/20240813_D1410.html.



IX.4.11. Uso de depositária central com conta segregada por comitente final

Argumentou-se que não há escolha regulatória possível neste caso. Há risco, no entanto, de decisões em âmbito judicial/legal, fora do controle do regulador, que possam introduzir a possibilidade do uso de conta ônibus sem preparação prévia do regulador e da autorregulação para o cumprimento de seus deveres de fiscalização e sanção acerca do tópico.

A B3 alega que eventuais custos pela central depositária para parametrizar a recepção de informações oriundas de fora dos sistemas de negociação em bolsa, no contexto de liquidação de operações internalizadas, poderiam ser custos regulatórios. Argumenta-se que tais custos são custos inerentes ao negócio, sendo um direito do investidor proceder às transferências de custódia necessárias independente do ambiente de negociação⁴⁵⁹.

IX.4.12. Melhor execução

Com a escolha pela VP 12.4, propõe-se manutenção da modulação entre diferentes tipos de investidores no que toca a melhor execução, direcionando-a para questões de custos monetários explícitos e implícitos no caso dos investidores de varejo.

Considerando a existência de uma série de mitigadores de risco já previstas no conjunto de variáveis que compõem ambas as recomendações regulatórias (por exemplo, VP 3, VP 7 + VP 13 + VP 14 + VP 15 + VP 16), existe risco de que os custos de compliance associados ao tema e perdas operacionais recorrentes estejam sendo superestimados, favorecendo a alternativa recomendada de *status quo*. Contudo, uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos.

A despeito das ferramentas de mitigação já previstas, algumas situações específicas que ensejam risco a melhor execução no contexto da recomendação alternativa poderiam ser endereçadas em regulação.

Um exemplo é o caso de operações direcionadas por investidores através do mecanismo de “DMA”, ou “*direct market access*”, no qual um sistema do investidor conecta-se diretamente a um ambiente de negociação, inserindo ofertas sem passar pelo “OMS” (“*order management system*” – sistema de gerenciamento de ordens) do intermediário⁴⁶⁰.

⁴⁵⁹ BRASIL BOLSA BALCÃO S.A, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 105.

⁴⁶⁰ A BSM inclusive sugere criar dispositivos regulatórios que forneçam parâmetros mínimos auditáveis e supervisionáveis aos OMS, inclusive acerca de latência de roteamento e trilha de auditoria. BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS, Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24, p. 19, 22-25.



Parece factível conceber dispositivo regulatório, inspirado nas “*directed orders*” da regulação canadense, para que tais ordens direcionadas sejam executadas no ambiente de negociação pré-determinado e nas condições ditadas pelos investidores, estipulando que nesses casos as instruções da ordem devem ser seguidas o quanto antes e que por si só já satisfazem requisitos de melhor execução. Isso permitiria a um investidor que não possui interesse em internalização de ordens ou roteamento de ordens que não obtivesse execução distinta da pré-concebida.

IX.4.13. *Disclosures* acerca de conflitos de interesse, funcionamento de ambientes de execução e melhor execução das ordens

Com a recomendação de estruturação normativa dos requerimentos de disclosure referentes a VP 13.1, buscou-se espelhar um arcabouço de *disclosure* semelhante ao dos EUA, compreendendo que tal arcabouço possui resultados favoráveis em termos de redução de perdas operacionais recorrentes, em especial ao facilitar a aferição da melhor execução *a posteriori*.

No entanto, há risco de que as estimativas de custo de compliance relacionadas a construção de tais relatórios estejam subestimadas (custos equivalentes de R\$ 1.1 mi ao ano aos intermediários, além dos custos internos ao regulador). Trata-se de risco a ser assumido pelo regulador em sua escolha regulatória, em prol dos benefícios almejados.

IX.4.14. Modelo de autorregulação para ambientes de negociação onde permite-se internalização

Uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos.

No entanto, há risco de que as estimativas de custo de autorregulação acima estejam superestimadas, favorecendo a alternativa recomendada de *status quo*. Tal superestimação pode ocorrer tanto no sentido de que as rubricas propostas podem encontrar-se incorretamente parametrizadas, tanto no sentido de que que as opções de variável com contratação externa ou unificação de estruturas de autorregulação sejam mais prováveis do que o imaginado – ainda que tal ocorrência seja benigna do ponto de vista do sistema. Trata-se de riscos a serem assumidos pelo regulador em sua escolha regulatória, em prol dos benefícios almejados.



IX.4.15. Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Perdas (MRP) para operações internalizadas

Uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos.

No entanto, há risco de que as estimativas de custo de MRP acima estejam superestimadas, tanto no sentido de que as rubricas propostas podem encontrarse incorretamente parametrizadas, tanto no sentido de que as opções de variável com contratação externa ou unificação de estruturas de autorregulação sejam mais prováveis do que o imaginado – ainda que tal ocorrência seja benigna do ponto de vista do sistema. Trata-se de riscos a serem assumidos pelo regulador em sua escolha regulatória, em prol dos benefícios almejados.

IX.4.16. Segregação de capital entre entidade administradora e participantes admitidos a negociar

A escolha pela VP 16.2 pressupõe que no caso de sobreposição dentro de um mesmo grupo econômico de atividades de negociação e administração de ambiente de negociação (ou controle societário do ambiente), as salvaguardas existentes e prospectivas sejam suficientes para mitigar os riscos de conflitos de interesse e agência ensejados pela prática dual.

Nesse sentido, há risco de superestimação da eficácia de tais mecanismos, dentre eles, os mecanismos de *disclosure* já propostos (VP 13) e os mecanismos de governança já presentes na Resolução CVM 135. De maneira conexa, tal superestimação de eficácia poderia levar a subestimação nas perdas operacionais recorrentes estimadas acima, bem como a subestimação nos custos de compliance estimados.

Uma vez que a opção regulatória foi por manutenção do *status quo*, julga-se que não há alterações nos níveis de riscos assumidos, e que a probabilidade de sobreposição no caso de ambientes de bolsa é menor do que no caso de ambientes de balcão.

O risco em tela é assumido pelo regulador no contexto de sua opção regulatória, em prol dos benefícios almejados. Recomenda-se, por fim, o monitoramento de indicadores que reflitam eventuais problemas associados à melhor execução que sejam atribuíveis a conflitos de interesse na atuação de entidades do mesmo grupo econômico.



IX.5. Implementação

A implementação da alternativa regulatória representada pelo conjunto de variáveis parâmetro “VPAR0”, com leves ajustes de flexibilização, estruturação de relatórios de *disclosure* e monitoramento de resultados, necessita, no mínimo, dos seguintes requisitos técnicos:

- Priorização do tema “*disclosures* de melhor execução e conflitos de interesse” na Agenda Regulatória da CVM, com vistas a elaboração de uma minuta normativa contendo relatórios estruturados de *disclosure* referentes a melhor execução e conflitos de interesse. Tal minuta deve conter no mínimo:
 - Inclusão de dispositivos regulatórios na Resolução CVM 135 (abarcando infraestruturas de mercado) e na Resolução CVM 35 (abarcando intermediários) que racionalizem e consolidem obrigações de *disclosure* para todos os tópicos: i) abordados nas “variáveis parâmetro”; ii) já previstos em normativos vigentes; iii) considerados adicionalmente necessários, após consulta pública, já prevendo cenário de competição entre administradores de mercado organizado.
 - Poderá ser baseada no *benchmark* internacional analisado (Rule 606a e Rule 605) estadounidense.
- Aceitação, em reunião de Colegiado, de aprovação ou flexibilização dos limites que atualmente envolvem o RLP, enquanto procedimento específico de negociação: i) rol de ativos negociados, permitindo qualquer ativo no mercado à vista de ações, incluso lote fracionário; ii) volume financeiro de varejo permitido. Tal decisão deverá inclusive direcionar a aprovação de eventuais programas similares iniciados por outras administradoras de mercado de bolsa no futuro.
 - Tal decisão deverá consubstanciar-se em alteração aprovada dos Manuais de Procedimentos Operacionais da B3.
- Inserção, na próxima Agenda de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), de estudo com os seguintes objetivos:
 - Verificação empírica de premissas referentes ao volume de varejo internalizado, melhoria de preço e alterações sobre o “bid-ask spread” nominal cotado, como forma de verificar *a posteriori* a obtenção pelos investidores de varejo dos benefícios estimados *a priori*.
 - Análise de eventual novo contexto competitivo no que abarca o mercado de ambientes de negociação, bem como evolução espontânea das variáveis parâmetro abordadas neste estudo.



- Recomenda-se estudos adicionais referentes a algumas variáveis parâmetro abordadas nesta análise, tais como VP 3 (melhoria de preços, em especial possibilidade de fracionamento e modulação do regime de *tick-size*), VP7 (possibilidades de defasagem de transparência pós-negociação), VP9 (fita consolidada) e VP10 (liquidação de operações internalizadas).



III. BIBLIOGRAFIA

- ACCENTURE. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.
- 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.
- ALGUS HEDGE CONSULTORIA ECONÔMICA. Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-1-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.
- ANBIMA. OF. DIR. 055/2024. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-1-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.
- ANCORD. OF-DG-033/2024. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-1-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.
- 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.
- AQUILINA, Matteo; FOLEY, Sean; O'NEILL, Peter; *et al.* Sharks in the dark: Quantifying HFT dark pool latency arbitrage. **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 158, p. 104786, 2024.
- 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.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. Quantifying Systematic Internalisers Activity: their share in the equity market structure and role in the price discovery process. Disponível em: <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-06/202005_etude_internaliseurs_integrale_va.pdf>. Acesso em: 25 fev. 2025.



BAFIN. Study into execution quality on selected German trading platforms. Disponível em: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/dl_Studie_WA_Ausfuehrungsqualitaet_Handelsplattformen_en.pdf;jsessionid=D3805D545B0045127A3749775CCA1FD8.internet962?__blob=publicacionFile&v=3>. Acesso em: 25 fev. 2025.

BANCO BTG PACTUAL; LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS. Ref.: Edital de Tomada de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (Edital). Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BARARDEHI, Yahsar; BERNHARDT, Dan; DA, Zhi; *et al.* Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision? Disponível em: <https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/departments/finance/Paper_6-1.pdf>. Acesso em: 13 jun. 2025.

BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS. B3 - ANEXO VII - Nota técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BOEHMER, Ekkehart; JONES, Charles M.; ZHANG, Xiaoyan; *et al.* Tracking Retail Investor Activity. **The Journal of Finance**, v. 76, n. 5, p. 2249–2305, 2021.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. ANEXO I: Metodologia Estudos B3. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-3-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Manual de procedimentos operacionais de negociação da B3 - Sem marcas. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/8A/D4/26/2E/A3BB39107A1B8539AC094EA8/MPO%20de%20Negociacao%20da%20B3.pdf>>. Acesso em: 7 fev. 2025.

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>. 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%20Altera%C3%A7%C3%B5es%20no%20Manual%20de%20Procedimentos%20Operacionais%20de%20Negocia%C3%A7%C3%A3o%20da%20B3%20\(P\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/64/25/54/64/3E2AE7101CBEC9E7AC094EA8/OC%20014-2022%20PRE%20Altera%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%20E2%80%93%20Tamanhos%20M%C3%ADnimos%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%20E2%80%93%20Tamanhos%20M%C3%ADnimos%20e%20Thresholds%20de%20Ofertas%20Diretas...%20(PT).pdf)>. Acesso em: 16 fev. 2024.

BRASIL BOLSA BALCÃO S.A. Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-3-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Norma de Supervisão BSM 10/2022. Disponível em: <https://www.bsmssupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/norma-de-supervisao-BSM_10_2022-RLP_norm.pdf>. Acesso em: 9 nov. 2023.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

BUTI, Sabrina; RINDI, Barbara; WERNER, Ingrid M. Diving into dark pools. **Financial Management**, v. 51, n. 4, p. 961–994, 2022.



CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IROC 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>. Acesso em: 25 set. 2023.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IROC Staff Notice 23-308: Update on Forum to Discuss CSA/IROC 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>. Acesso em: 25 set. 2023.

CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS; INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. Joint CSA/IROC 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-iroc-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.

CHAGUE, Fernando; GIOVANETTI, Bruno. **As pandemias de COVID-19 e de day trade no Brasil**. [s.l.: s.n.], 2025. Disponível em: <<https://portal.fgv.br/noticias/brasileiros-perderam-r-99-bilhoes-com-day-trade-durante-pandemia-de-covid-19-aponta-estudo>>. Acesso em: 3 out. 2025.

CHAN, Leo H.; LIEN, Donald D. Using High, Low, Open and Closing Prices to Estimate the Effects of Cash Settlement on Futures Prices. **SSRN Electronic Journal**, 2001. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=262591>>. Acesso em: 16 jun. 2025.

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.

CHORDIA, T; ROLL, R; SUBRAHMANYAM, A. Liquidity and market efficiency☆. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 249–268, 2008.

CLARITAS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA; DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.; IBIUNA AÇÕES GESTÃO DE RECURSOS LTDA.; *et al.* Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM N° 01/24. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-1-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

COMERTON-FORDE, Carole; PUTNINŠ, Tális J. Dark trading and price discovery. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 70–92, 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Análise de Impacto Regulatório (Parcial) - AIR: Internalização de Ordens. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf/view>>. Acesso em: 13 out. 2025.

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>. Acesso em: 9 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/edital_tps_asa_012024_internalizacao.pdf/view>. Acesso em: 5 fev. 2025.



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>. 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>. 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>. 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>. Acesso em: 9 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf>. Acesso em: 6 fev. 2025.

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>. 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.

DAVIDOWITZ, Aaron. Abandoning the 'Mosaic Theory': Why the 'Mosaic Theory' of Securities Analysis Constitutes Illegal Insider Trading and What to Do About It. **Washington University Journal of Law & Policy**, v. 46, 2015. Disponível em: <https://openscholarship.wustl.edu/law_journal_law_policy/vol46/iss1/13>.

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.

DYHRBERG, Anne Haubo; SHKILKO, Andriy; WERNER, Ingrid M. The retail execution quality landscape. **Journal of Financial Economics**, v. 168, p. 104051, 2025.

DYHRBERG, Anne Haubo; SHKILKO, Andriy; WERNER, Ingrid M. The Retail Execution Quality Landscape. **SSRN Electronic Journal**, 2022. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=4313095>>. Acesso em: 13 jun. 2025.

EQUITY RESEARCH DESK. What would be the impact of internalization in Brazil? Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Consultation Paper Technical Standards specifying the criteria for establishing and assessing the effectiveness of investment firms' order execution policies. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA35-335435667-5891_Consultation_Paper_-_Draft RTS_on_OEPs_-_MiFID_II_review.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2025.

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>. 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>. 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>. 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>. 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_report_to_ec_-_internalised_settlement.pdf>. Acesso em: 25 set. 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Third consultation Package (CP 3). Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA74-2134169708-7011_MiFIR_Review_CP_3.pdf>. Acesso em: 8 jun. 2025.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383, 1970.

FAMA, Eugene F.; MILLER, Merton H. **The theory of finance**. New York: Holt, Rinehart and Winston, 1972.

FOLEY, Sean; PUTNINŠ, 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; PUTNINŠ, 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.

GEYER, Carter T. The Abrogation of Rule 390. **Financial Analysts Journal**, v. 34, n. 1, p. 22–30, 1978.

GLOSTEN, Lawrence R; HARRIS, Lawrence E. Estimating the components of the bid/ask spread. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 1, p. 123–142, 1988.

GLOSTEN, Lawrence R.; MILGROM, Paul R. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 71–100, 1985.

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.bestresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow>>. Acesso em: 25 set. 2023.

HUNTINGTON-KLEIN, Nick. **The Effect: An Introduction to Research Design and Causality**. 1. ed. Boca Raton: Chapman and Hall/CRC, 2021. Disponível em: <<https://www.taylorfrancis.com/books/9781003226055>>. Acesso em: 1 jul. 2025.

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>. Acesso em: 25 set. 2023.

INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA. IIROC Notice 17-0137: Ammendments Respecting Best Execution. Disponível em:



- <https://www.osc.ca/sites/default/files/2020-12/iroc_20170706_iroc-notice-170137_0.pdf>. Acesso em: 25 set. 2023.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- 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.
- KOSTYSHAK, Scott. Non-Parametric Testing of U-Shapes, with an Application to the Midlife Satisfaction Dip. **SSRN Electronic Journal**, 2017. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2905833>>. Acesso em: 7 jun. 2025.
- LUCIANA DIAS ADVOGADOS. Nota Técnica - Internalização de Ordens e Conflito de Interesses dos Intermediários. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 13 out. 2025.
- LUNDKVIST, PETTER, Petter Jonatan. **Here is your money : using the standard cost model to measure regulatory compliance costs in developing countries (English)**. Washington, DC.: The World Bank Group, 2010. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/648191468331774700>>. Acesso em: 28 ago. 2019.
- 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=lOr5zgEACAAJ>>.
- MENKVELD, Albert J.; YUESHEN, Bart Zhou; ZHU, Haoxiang. Shades of darkness: A pecking order of trading venues. **Journal of Financial Economics**, v. 124, n. 3, p. 503–534, 2017.
- OECD. **OECD Regulatory Compliance Cost Assessment Guidance**. [s.l.]: OECD, 2014. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/governance/oecd-regulatory-compliance-cost-assessment-guidance_9789264209657-en>. Acesso em: 28 ago. 2019.
- 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. Review of CVM report on internalisation of orders. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 7 jun. 2024.
- 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. Analysis of CVM Partial Regulatory Impact Analysis Report (AIR). Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/manifestacoes-parte-2-edital-de-tomada-publica-de-subsidios-asa-cvm-no-01-24-air-internalizacao-de-ordens/view>>. Acesso em: 7 jun. 2025.
- ROSENBLATT SECURITIES. Internalization in Major Equity Markets: A Report for B3 - Bolsa, Brasil, Balcão.



SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-42450. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules-regulations/self-regulatory-organization-rulemaking/sr-nyse-99-48-0>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

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. 34-96496 (Regulation Best Execution). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

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.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 34-99679 (Disclosure of Order Execution Information). Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/34-99679.pdf>>. Acesso em: 6 fev. 2025.

SPATT, Chester; ERNST, Thomas; MALENKO, Andrey; *et al.* Re: Regulation Best Execution [Release Nos. 34-96496; File No. S7-32-22]. Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/s7-32-22/s73222-304679-783822.pdf>>. Acesso em: 9 jun. 2025.

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://issinet.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.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Second edition. Cambridge, Massachusetts London, England: MIT Press, 2010.

