

OF. DIR. 055/2024

São Paulo, 18 de novembro de 2024

Ao senhor

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

Com cópia para o senhor

Bruno Barbosa de Luna

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

Assunto: Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 - Manifestações acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (AIR) sobre Internalização de Ordens.

I. INTRODUÇÃO

1. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA vem apresentar as suas contribuições ao estudo elaborado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA, a respeito da internalização de ordens, divulgado em maio de 2024, em resposta ao Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24, de 09/05/2024 (“Edital”).

2. O Edital apresenta seis tópicos a respeito dos quais a CVM espera receber contribuições. São eles: (i) a definição e identificação do problema regulatório; (ii) a delimitação das disposições legais ou infralegais que fundamentam ou impactam a questão; (iii) a identificação dos participantes afetados pelas alternativas regulatórias; (iv) a adequação e suficiência do *benchmark* internacional; (v) a definição dos objetivos regulatórios a serem perseguidos e a compatibilização entre eles; e (vi) a identificação e avaliação das alternativas regulatórias e seus possíveis impactos. Em particular, a ASA indica que gostaria de obter referências bibliográficas e outros recursos que possam dar suporte à continuação do estudo apresentado.

3. Mais especificamente, a ASA solicita contribuições para a solução dos seguintes desafios na conclusão do estudo da matéria:

- (i) Quais os objetivos regulatórios a serem perseguidos no que abrange a temática? Nesse quesito, é necessário considerar os mandatos legais da CVM, conforme Art. 4º da Lei 6.385/76, bem como os princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca de liquidez opaca, em seu relatório de 2011.



- (ii) Quais as alternativas regulatórias factíveis para a mitigação dos problemas regulatórios, caso seja considerado que o cenário de não-ação não seja a única alternativa viável.
- (iii) Quais os impactos das alternativas mencionadas, em especial na seara dos benefícios potenciais aos investidores?
- (iv) Que estratégias podem ser adotadas para mensurar custo-benefício de maneira crível, considerando que não há internalização nos moldes do exterior?

4. Como se sabe, a discussão sobre a internalização de ordens no Brasil estende-se, pelo menos, desde 2007, quando o tema foi originariamente suscitado, ainda na audiência pública que deu origem à antiga Instrução CVM nº 461/2007. A discussão era, naquele momento, mais incidental. Ao longo dos anos, a CVM promoveu o debate por meio de diversas consultas públicas, que não lograram, contudo, fornecer os subsídios entendidos como necessários para uma alteração da regulamentação em vigor.

5. Nesse contexto, com vistas a contribuir com o aprofundamento das discussões a respeito da matéria, em maio deste ano, a ANBIMA constituiu um grupo de trabalho para discutir os impactos e os caminhos para a eventual regulamentação da internalização de ordens no país (“Grupo de Trabalho” ou “GT”).

6. O GT foi composto por representantes de 22 (vinte e duas) instituições associadas, dentre corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento e gestoras, indicadas pelos fóruns e comissões de representação da ANBIMA.

7. A ANBIMA também realizou reuniões individuais com as instituições participantes, bem como promoveu encontros com a participação de especialistas, que forneceram visões sobre a matéria sob as perspectivas econômica, tributária e regulatória. Dentre outros, o GT contou com a apresentação do Professor Alan De Genaro, que trouxe um estudo realizado para analisar empiricamente os efeitos de uma modalidade que é, usualmente, vista como um movimento embrionário, preliminar à eventual internalização de ordens no país: o *Retail Liquidity Provider – RLP*¹.

8. Com aquele grupo misto, representativo de participantes bastante distintos, o GT congregou posições e perspectivas bastante diversas, o que permitiu a contraposição das

¹ 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. O estudo buscou identificar os impactos sobre o tamanho do *bid-ask spread*, a profundidade do mercado, o número de negócios, o número de ordens e o número de investidores. O artigo teve como objetivo “(i) descrever os acontecimentos que culminaram na autorização do regulador para que o paradigma de livro de negociação centralizado fosse alterado e (ii) avaliar empiricamente os resultados da adoção da oferta RLP nos minicontratos de dólar e índice, especificamente quanto a alterações na qualidade do mercado.”



diferentes visões sobre a questão da internalização de ordens no Brasil. A diversidade dos participantes levou também a uma multiplicidade de posições que não são totalmente conciliáveis.

9. Assim, o Grupo de Trabalho não chegou a uma conclusão uníssona para a resposta aos questionamentos especificamente formulados pela CVM. No que se refere aos efeitos esperados de uma eventual permissão à internalização, o GT também não chegou a analisar dados nacionais ou estrangeiros que possam fundamentar eventuais impactos negativos ou positivos da internalização.

10. A esse respeito, alguns participantes do GT acreditam que a experiência promovida pelo RLP ainda fornece uma amostragem limitada para a pesquisa a respeito dos efeitos da internalização sobre a qualidade do mercado como um todo. Esse grupo de participantes também entende que a experiência internacional não é suficiente para avaliar os efeitos da internalização no Brasil, dadas as características específicas do mercado brasileiro. Outros participantes, por sua vez, manifestaram a opinião de que a experiência com o RLP pode ser considerada representativa e suficiente para análise dos efeitos esperados da internalização no Brasil.

11. Da mesma forma, esses participantes indicaram que, em sua visão, os dados existentes a partir da experiência internacional contribuem para essa análise no Brasil e devem ser considerados pelo regulador. A despeito da ausência de consenso no GT, a ANBIMA entende que, caso a CVM decida promover novas experiências práticas buscando insumos para futura regulação sobre o tema, tais esforços podem ser realizados por meio da criação de um ambiente experimental controlado pela CVM *que garanta transparência de todo o ciclo de negociação (pré e pós-negociação) ao regulador e seja capaz de permitir a comparação com o contexto atual do mercado.*

12. O GT não debateu a necessidade ou a conveniência de eventual admissão de um ambiente experimental, tampouco as características específicas desse experimento. No entanto, a ANBIMA, como representante e autorreguladora, se coloca à disposição da CVM para apoiar no processo de definição dos parâmetros a serem adotados no regime de experimento aventado, caso venha a ser adotado.

13. Diante desse cenário, com a finalidade de contribuir para o aprofundamento do estudo a respeito da matéria, esta manifestação está dividida em três seções, incluindo esta introdução. A **seção II** reúne as considerações apresentadas pelos associados, especialistas e pela própria ANBIMA ao longo da coordenação do Grupo de Trabalho. A **seção III** apresenta as conclusões e sugestões. Além da manifestação, a ANBIMA desenvolveu um estudo a respeito do histórico da regulação da internalização de ordens nos Estados Unidos e na União Europeia, que consta do **Apêndice** a esta manifestação e contém dados e referências bibliográficas que podem



vir a contribuir com a continuação da análise realizada pela ASA, o qual, ressalta-se, não foi objeto de análise ou debate no âmbito do GT.

II. CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DOS QUESTIONAMENTOS APRESENTADOS

14. Como mencionado, o Grupo de Trabalho reuniu opiniões de diversos associados a respeito da matéria, as quais estão organizadas nesta seção na ordem dos questionamentos formulados pela CVM: (i) objetivos regulatórios a serem perseguidos; (ii) alternativas regulatórias e seus benefícios; (iii) potenciais impactos negativos das alternativas regulatórias aventadas²; (iv) estratégias a serem adotadas para mensurar o custo-benefício de eventual permissão para a internalização de ordens no país; e (v) outras considerações relevantes.

Objetivos regulatórios a serem perseguidos

15. No âmbito das discussões do GT, foram suscitados os seguintes objetivos regulatórios da internalização, em linha com os princípios e recomendações da IOSCO em relação à liquidez opaca:

- (i) a proteção aos investidores;
- (ii) o estímulo a um mercado dinâmico, inovador e eficiente na execução de ordens;
- (iii) o tratamento proporcional entre as administradoras de mercado organizado e instituições internalizadoras, considerando papéis, responsabilidade e riscos envolvidos;
- (iv) a eficiência do mercado, sob a perspectiva do processo de formação de preço;
- (v) a proteção à liquidez; e
- (vi) o acesso não discriminatório aos ambientes de execução de ordens pelos diferentes tipos de investidores.

16. Apesar de prevalecer a visão de que a proteção aos investidores deve pautar a política regulatória, não houve um consenso entre os associados a respeito da hierarquia entre os objetivos regulatórios mais específicos listados acima.

17. Há uma percepção de que, na realidade, as discussões a respeito da internalização tenham surgido como uma reação ao cenário de monopólio no segmento de mercados organizados no país e que o objetivo da regulamentação da matéria seria, no fim, fomentar a

² Para fins de organização, optamos por apresentar os benefícios das alternativas regulatórias sugeridas no próprio tópico “ii”, destacando, no tópico “iii”, os impactos negativos de cada um desses modelos.



concorrências dos ambientes de negociação de valores mobiliários. Nesse contexto, diante do surgimento de potenciais novas bolsas, caso a CVM decida aprofundar a análise do tema, os efeitos esperados da internalização, bem como o arcabouço regulatório necessário para a eventual admissão desse modelo deveriam ser considerados de forma mais ampla, em conjunto com as adaptações regulatórias necessárias ao estabelecimento de novas bolsas e, eventualmente, de novos agentes que desempenhem as funções de depósito centralizado e de compensação e liquidação.

Alternativas regulatórias

18. De um lado, alguns associados manifestaram posições contrárias a qualquer alteração regulatória para ampliar a possibilidade de internalização de ordens. Parte deles enxerga nas medidas recentes da CVM – especificamente o RLP e o regime da negociação de grandes lotes – uma oportunidade para avaliar os impactos dessas práticas na transparência do mercado, o que, no entanto, exige tempo para a correta observação dos efeitos gerados por essas permissões.

19. Na visão de alguns associados, a discussão da internalização surgiu, no Brasil, como reação ao cenário de monopólio no segmento de mercados organizados, e poderia se tornar injustificada caso novos agentes venham a prestar esses serviços no futuro próximo. Alguns desses participantes acredita, ainda, que o mercado brasileiro não está maduro para a adoção da internalização.

20. Em contrapartida, outros participantes acreditam que o mercado de capitais brasileiro já se encontra maduro para admitir a internalização de ordens e que a obrigatoriedade de curso da operação em bolsa, ainda que sua negociação tenha sido realizada fora de tal ambiente, promove aumento de custos e limitações aos possíveis modelos de negócios que poderiam vir a se desenvolver no país.

21. Esses associados defendem que um efetivo avanço na regulamentação atual dependeria da implementação de um novo modelo de internalização, ainda que limitado, que permitisse uma internalização independente dos sistemas de negociação e pós negociação administrados pela B3. Na visão desses participantes, o debate sobre a internalização de ordens no Brasil não deve ser prejudicado pelas discussões sobre o estabelecimento da concorrência entre bolsas.

22. Outros participantes do GT manifestaram o entendimento de que a internalização deve ser admitida, mas de forma gradual. Dentre esses, alguns sustentam que, no cenário atual, a medida mais adequada seria ampliar a aplicação de mecanismos já existentes que representam um movimento embrionário, preliminar à eventual internalização: o RLP, o aluguel de ações e as ofertas diretas.



23. Em relação ao RLP, suscitou-se que um passo adiante seria tornar permanente o modelo experimental envolvendo ações³, em linha com a decisão do Colegiado desta CVM que aprovou o funcionamento definitivo do instrumento em negociações de minicontratos de índice IBOVESPA e de dólar⁴. Uma parte do grupo sugere, ainda, que o RLP poderia evoluir por meio da permissão para que seja utilizado por investidores institucionais.

24. Já no que toca às ofertas diretas, uma parte dos participantes do GT entende que esse instrumento deveria ser utilizado para implementar uma modalidade de semi-internalização, como uma etapa inicial para a permissão da prática. Para isso, na visão desse grupo, as ofertas diretas deveriam permitir que a negociação não fosse cursada no livro central e dispensar as exigências de compensação e liquidação financeira dos negócios diretos por contraparte central.

25. Em suma, diante da divergência de opiniões entre os participantes do GT, foram identificadas três alternativas regulatórias: (i) a manutenção da regulamentação atual e a observação dos efeitos da admissão de ambientes alternativos para a negociação de ativos listados (RLP e grandes lotes); (ii) a alteração da regulamentação para introduzir um modelo de internalização pleno, sem a dependência de utilização dos sistemas de bolsa ou contraparte central; e (iii) a ampliação dos modelos atualmente admitidos e que são preliminares à eventual internalização (o RLP e as ofertas diretas), para incluir outros valores mobiliários, investidores e intermediários.

Impactos das alternativas regulatórias

26. Diante das três alternativas regulatórias expostas acima, foram apresentados alguns impactos considerados relevantes pelos participantes para as diferentes abordagens.

27. Uma parte dos associados indica como principais desvantagens da manutenção da regulamentação atual (i) os custos excessivos envolvidos na negociação de valores mobiliários no país, sobretudo se comparado com os custos incorridos em outras jurisdições; e (ii) a ausência de estímulo para a inovação e melhoria dos serviços prestados, diante da ausência de concorrência. Esse grupo defende, ainda, que a internalização de ordens poderia contribuir para o aumento da liquidez do mercado brasileiro.

28. Outros participantes apresentam dúvidas se eventual redução seria efetivamente revertida em benefícios para os investidores ou se não seria compensada pelos custos adicionais incorridos para a supervisão do mercado. Nos casos em que não houve reversão dos benefícios aos clientes, isso se deu especialmente em razão de práticas de indução do

³ Processo CVM nº 19957.002097/2016-90, d. em 07/12/2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html.

⁴ Processo CVM nº 19957.002097/2016-90, d. em 13/08/2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240813_R1/20240813_D1410.html.



direcionamento de ordens para *market makers* com base em pagamentos ao intermediário (*Payment for Order Flow*), ou em razão do interesse direto do intermediário que atua como contraparte de seus clientes com a carteira própria que está sendo atualmente revisado pelo regulador americano.

29. Por outro lado, aqueles que são contrários à admissão de qualquer nível de internalização (para além dos mecanismos atualmente existentes) apontam preocupações com problemas relacionados (i) à liquidez, (ii) ao processo de formação de preços dos valores mobiliários, (iii) à concorrência entre as entidades intermediárias e (iv) ao aumento dos custos de supervisão do regulador ou de observância pelos internalizadores.

30. Já os que são a favor da admissão da internalização questionam se haveria efeitos negativos ou, se na verdade, haveria reflexos positivos sobre liquidez, formação de preços e a concorrência em geral. Paralelamente, entende-se que a fragmentação do mercado, a ausência de interação entre as ordens internalizadas e as ordens direcionadas para o ambiente de bolsa e a eventual separação entre tipos de investidores poderiam resultar na erosão do processo de formação de preços dos valores mobiliários.

31. Sob a perspectiva da concorrência, alguns participantes manifestaram preocupação com a concentração do segmento de intermediação, caso a internalização fosse admitida de forma mais ampla no Brasil, uma vez que apenas alguns agentes seriam capazes de prestar tal serviço, seja pelo número de clientes, seja pela disposição do capital necessário.

32. Destaca-se, ainda, a alegação de que a admissão da internalização levaria a um aumento dos custos incorridos pelo regulador para a supervisão do mercado, caso o modelo adotado limitasse significativamente a transparência desses ambientes.

33. Não houve, portanto, consenso entre os participantes do GT quanto aos efeitos esperados da internalização de ordens no mercado brasileiro ou a respeito das vantagens e desvantagens associadas a esse modelo.

Estratégias a serem adotadas para mensurar o custo-benefício de eventual permissão para a internalização de ordens

34. Como exposto acima, não houve consenso sobre a suficiência ou não de estudos e dados objetivos que permitam avaliar o custo-benefício da eventual permissão para a internalização de ordens no Brasil, que portanto não foram analisados ou discutidos pelo grupo.

35. Alguns participantes sustentam que as experiências da negociação de grandes lotes sob a nova regra e a extensão do RLP por um período adicional podem fornecer algumas dessas informações, que são úteis para a avaliação do regulador. Um outro grupo de participantes entende que as experiências que resultariam de flexibilização adicional dos requisitos aplicáveis



aos instrumentos atualmente existentes de semi-internalização produziram análises mais acuradas. Um terceiro grupo de associados entende que as experiências atuais, somadas aos estudos empíricos, já seriam suficientes para justificar a permissão da internalização.

36. Sem prejuízo disso, o estudo estatístico produzido pelos Professores Alan De Genaro e Pedro Saffa, acima mencionado, traz alguns critérios para a avaliação dos impactos das práticas de internalização sobre os mercados – isto é, critérios de apuração da qualidade do mercado, que podem vir a ser considerados pelo regulador na análise da matéria. São eles:

- (i) o tamanho do *spread*;
- (ii) a profundidade do mercado;
- (iii) o volume negociado; e
- (iv) o número de negócios, ordens e investidores.

37. Por sua vez, o impacto sobre os investidores de varejo também pode ser avaliado com base nos critérios propostos pelos pesquisadores, em que se analisa a taxa média de retorno, a taxa mediana de retorno e a taxa média de retorno ponderada pelo volume de cada transação.

38. Levando em consideração o panorama diversificado e as preocupações levantadas pelas instituições por alguns participantes, é evidente que a implementação da internalização de ordens no Brasil requer não apenas um embasamento empírico mais sólido, como também um diálogo contínuo e aprofundado entre os reguladores, as instituições financeiras e demais participantes do mercado.

Outras considerações relevantes

39. Sem prejuízo dessa discussão, alguns participantes entendem que a admissão da internalização – seja pela ampliação dos instrumentos disponíveis, seja pela liberação ampla – exige cautelas adicionais às existentes atualmente na regulação, particularmente caso se opte por admitir a internalização nos moldes estrangeiros.

40. Essas medidas incluem (i) a criação de um ambiente regulatório e autorregulatório robusto para suportar as operações internalizadas e a criação de mecanismos de supervisão e controles internos específicos e adequados à internalização (no caso de internalização que não envolva a participação da B3 ou outra bolsa de valores); e (ii) a exigência de uma autorização específica da CVM para sistemas de internalização de ordens como requisito para a sua utilização pelos intermediários.

41. Assim, a ANBIMA entende que qualquer eventual alteração na regulamentação para a permissão da internalização – seja definitiva ou experimental – deve prever mecanismos para



a publicidade das negociações realizadas em diferentes ambientes, bem como de um conjunto de regras e de medidas de supervisão dos internalizadores, para garantir a proteção dos interesses dos clientes. Nesse sentido, a ANBIMA reforça a disponibilidade em contribuir com o estabelecimento dessas medidas.

III. CONCLUSÕES

42. Diante de todo o exposto, a ausência da análise pela ANBIMA de dados suficientes para pesquisas empíricas que suportem ou afastem as posições manifestadas a respeito dos eventuais benefícios e malefícios da prática para o funcionamento do mercado e para os investidores, dificultou a discussão.

43. Ao mesmo, a ANBIMA entende que as discussões sobre a internalização integram o debate regulatório mais amplo que vem sendo conduzido pela CVM.

44. Conforme exposto, o GT constituído pela ANBIMA não chegou a um consenso a respeito dos questionamentos formulados pela CVM a respeito dos efeitos de uma eventual admissão à internalização de ordens no Brasil.

45. Nada obstante, caso a CVM decida promover novas experiências práticas buscando insumos adicionais para regulação sobre o tema, entende-se que tais esforços podem ser realizados por meio da adoção de um ambiente experimental controlado pela autarquia, para se permitir temporariamente e gradualmente alguns níveis de internalização de ordens que garanta transparência de todo o ciclo de negociação (pré e pós-negociação) ao regulador.

46. A adoção de um ambiente experimental não foi objeto de debate do GT, que também não se debruçou a respeito das características que deveriam delineá-lo. Não obstante, a ANBIMA se coloca à disposição da CVM para atuar como uma interlocutora no debate e no desenho regulatório desse ambiente experimental, bem como para acompanhar e avaliar empiricamente os seus resultados, para subsidiar eventual regulamentação futura da matéria, caso a CVM decida dar seguimento a tal experimento.

Atenciosamente,

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Jose Carlos H. Doherty

Diretor Executivo

Tatiana Matie Itikawa

Superintendente de Representação de Mercado



Apêndice

Histórico da Evolução da Regulação no Exterior

Estados Unidos

47. Nos Estados Unidos, o debate sobre a internalização de ordens surgiu como uma reação às regras impostas pelas próprias bolsas de valores que limitavam ou condicionavam a liberdade de seus membros para efetuarem negociações com valores mobiliários fora das bolsas em que eram listados. Dentre essas regras, a principal e mais restritiva era a Rule 394 (posteriormente transformada na Rule 390) da *New York Stock Exchange*⁵⁻⁶. A restrição à internalização não adivinha, portanto, de uma proibição regulatória, como ocorre no Brasil, mas de regras privadas das próprias bolsas⁷.

48. Na década de 1970, o Congresso norte-americano aprovou a reforma do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, com vistas a promover a concorrência nacional nos mercados de negociação de valores mobiliários. Nesse contexto, o Congresso solicitou que a *Securities and Exchange Commission* – SEC revisse as regras vigentes, sobretudo aquelas que impusessem obstáculos à concorrência⁸.

49. Essas medidas integravam a tarefa mais ampla dada ao regulador estadunidense de implementar um sistema de mercado de valores mobiliários nacional, que tinha como alguns de seus princípios fundamentais (i) a disponibilidade de informação, (ii) a execução de ordens dos investidores no melhor mercado, (iii) a concorrência justa entre intermediários, bolsas e outros mercados; e (iv) a eficiência econômica das transações envolvendo valores mobiliários⁹.

⁵ A Rule 394 era relevante e foi tratada de forma central pela SEC em sua análise não apenas por ser a mais restritiva das regras, mas também porque as ações listadas na NYSE correspondiam à quase totalidade do volume de ativos listados negociados em balcão. Para um histórico da Rule 390: Carter T. Gayer, *The Abrogation of Rule 390*, in *Financial Analysts Journal*, nº 1, vol. 34, jan-fev/1978, pp. 22 – 30. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4478097>.

⁶ Para um histórico das transformações ocorridas no mercado estadunidense, ver: Jonathan R. Macey; Maureen O'Hara, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, in *Stanford Law Review*, nº 2, vol. 58, jan/2005, pp. 563 – 608. Disponível em: <http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2010/04/macey.pdf>.

⁷ Como a restrição não era regulatória e não se aplicava, portanto, a todos os profissionais daquele mercado, havia intermediários que atuavam no mercado de balcão de ativos listados – chamados *third market makers* –, mas o impedimento à internalização de ordens pelos intermediários membros das bolsas impedia o crescimento e desenvolvimento desse mercado internalizado.

⁸ O relatório da SEC sobre a análise foi apresentado ao Congresso e posteriormente transcrito no SEC Release nº 34-11628, publicado no Federal Register em 09/09/1975 (40 FR 41808).

⁹ Jonathan R. Macey; David D. Haddock, *Shirking at the SEC: The Failure of the National Market System*, in *University of Illinois Law Review*, nº 2, 1985, pp. 315 – 362. Disponível em: <http://hdl.handle.net/20.500.13051/1022>.



50. Naquele momento, havia uma série de bolsas nos Estados Unidos, das quais as principais eram a *New York Stock Exchange* e a *American Stock Exchange*. Já se colocava, portanto, uma discussão sobre a fragmentação do mercado e a interconexão entre aqueles ambientes, e o sistema de mercado nacional buscava lidar com essas questões. A abordagem adotada pelo legislador em relação à fragmentação, no entanto, não privilegiava a consolidação da negociação em um único ambiente, mas o incentivo à formação de um sistema nacional, a partir da concorrência justa entre as forças de mercado. As restrições impostas pelas bolsas à internalização de ordens constituíam, portanto, obstáculos aos objetivos da reforma¹⁰⁻¹¹.

51. A primeira medida tomada em relação às regras que impediam *off-board transactions* foi a edição da Rule 19c-1 sob o *Securities Exchange Act* de 1934 em dezembro de 1975¹². A regra impedia que as bolsas estabelecessem restrições à liberdade de seus membros de realizarem negociações em que atuassem como agentes de seus clientes em qualquer ambiente fora da bolsa que tivessem como contraparte (a) um *third market maker*, ou (b) um intermediário que não fosse membro da bolsa, atuando com a carteira própria, para dar liquidez a grandes lotes (*nonmember block positioner*)¹³.

¹⁰ “All of the nation’s registered securities exchanges have rules which are specifically intended to limit or condition the ability of a member to effect transactions over-the-counter in securities listed, or admitted to unlisted trading privileges, on the exchanges. As more fully explained herein, these rules have two major effects on competition: **One, restrictions on ‘off-board’ principal transactions appear to impede the ability of an exchange member to make two-sided continuous markets in direct competition with existing specialists and existing over-the-counter market makers in listed securities (‘third market makers’),** and therefore limit the potential competition among dealers in listed securities which might otherwise be realized. **Second, restrictions on off-board agency transactions limit the access which exchange brokers have to one segment of the professional dealer community, third market makers, in favor of another segment, exchange specialists,** and thereby **disadvantage third market makers in the competition for members’ business.**” cf. descrito no SEC Release nº 34-11628, publicado no Federal Register em 09/09/1975 (40 FR 41808).

¹¹ “It is also argued that exchange off-board trading restrictions serve as a ‘stabilizing force to facilitate development of a national market system’ and are thus in furtherance of the statutory goal to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market and a national market system. Since centralization of all buying and selling interest is one of the purposes of a national market system, it is urged, elimination of existing exchange rules designed to preserve such centralization of order flow as has been achieved to date is not consistent with the objective of creating a national market system. In directing the Commission to facilitate the development of a national market system in accordance with certain statutory findings, and giving the Commission broad authority to achieve those goals, the Congress evinced a preference for an approach which would permit a national market system to evolve through an interplay of competitive and economic forces interacting in a fair regulatory field, as ‘unnecessary regulatory restrictions are removed.’ This free-market approach, which appears designed to permit the Commission to rely upon market forces rather than regulatory fiat to achieve mandated objectives (such as availability of quotations), would not seem to be given a fair chance of success if such restrictions as off-board trading rules create artificial disincentives to the achievement of the goals expressed.” (40 FR 41808, 09/09/1975).

¹² SEC Release nº 34-11942, publicado no Federal Register em 30/01/1976 (41 FR 4507).

¹³ Rule 19c-1 (redação original): § 240.19c—1 Governing Off-Board Trading by Members of National Securities Exchanges. The rules of each national securities exchange shall provide, after March 30, 1976, as follows: (a) Except as hereinafter provided by this rule, no rule, stated policy or practice of this exchange shall prohibit or condition, or be construed to prohibit, condition or otherwise limit, directly or indirectly, **the ability of any member acting as agent to effect transactions on any other exchange or over-the-counter with a third market maker or nonmember block positioner** in any equity security which is listed on the exchange or to which unlisted trading



52. Em 1977, a SEC aprovou uma alteração da Rule 19c-1, que afastava todas as restrições a transações realizadas pelos membros na qualidade de agentes de seus clientes fora de bolsa, salvo pelas transações realizadas pelo intermediário atuando como agente de ambas as partes (comprador e vendedor)¹⁴⁻¹⁵. Eram admitidas, ainda, restrições impostas pelas bolsas à atuação do intermediário como contraparte dos clientes e ao cruzamento de ordens de clientes de um mesmo intermediário.

53. Ao longo de 1978, a SEC avançou na adoção de outras medidas necessárias para lidar com a fragmentação do mercado, como parte da criação do sistema de mercado nacional¹⁶. Naquele ano, o sistema consolidado de cotação passou a operar e houve avanços no desenvolvimento de um sistema de conexão de mercados. Também teve início a discussão sobre a moldura ideal para o direcionamento de ordens pelos intermediários e para a proteção das ordens limite (*limit orders*) em âmbito nacional.

54. Em 1980, alternativamente à Rule 19c-2, que proibia qualquer restrição à internalização de ordens¹⁷, a SEC acabou aprovando a Rule 19c-3¹⁸, que passou a proibir

privileges on the exchange have been extended (“exchange securities”). (b) Beginning March 31, 1976, and ending January 2, 1977, the provisions of paragraph (a) of this section shall not apply to a rule of this exchange approved by the Securities and Exchange Commission pursuant to section 19(b) (2) of the Act which assures that, either immediately before, simultaneously with or immediately after execution of a transaction in any exchange security over-the-counter with a third market maker or nonmember block positioner, public bids or offers entered on the specialist’s book, or on any other limit order mechanism on such exchange, as limited price orders at prices equal to or better than the transaction price (“limit orders”) are satisfied at the limit prices bid or offered: Provided, however, That such limit orders may be required to be satisfied at the transaction price under circumstances consistent with the purposes of this rule, the public interest and the protection of investors. (c) For purposes of this rule : (1) The term “third market maker” shall mean a “market maker” as defined in Rule 15c3-l(c)(8) (§ 240.15c3-l(c) (8)) under the Act, who makes markets over-the-counter in exchange securities and who maintains the minimum net capital required of a market maker by Rule 15c3-l (§ 240.15c3-l) under the Act. (2) The term “nonmember block positioner” shall mean a “block positioner” as defined in Rule 17a-17 (§ 24Q.17a-17) under the Act which is not a member of this exchange.

¹⁴ SEC Release nº 34-14325, publicado no Federal Register em 09/01/1978 (43 FR 1327).

¹⁵ Rule 19c-1 (conforme alterada em dezembro de 1977): § 240.19c-1. The rules of each national securities exchange shall provide as follows: (a) No rule, stated policy, or practice of this exchange shall prohibit or condition, or be construed to prohibit or condition or otherwise limit, directly or indirectly, **the ability of any member acting as agent to effect any transaction otherwise than on this exchange with another person (except when such member also is acting as agent for such other person in such transaction)**, in any equity security listed on this, exchange or to which un listed trading privileges on this exchange have been extended.

¹⁶ Ver relatório da SEC com as medidas previstas para 1978 (SEC Release nº 34-14416, publicado no Federal Register em 01/02/1978 (43 FR 4354)) e relatório das atividades efetivamente realizadas no mesmo ano (SEC *Status Report on Development of a National Market System*, publicado no Federal Register em 04/04/1976 (44 FR 20360)).

¹⁷ Redação proposta para a Rule 19c-2:

§240.19c—2. After December 31, 1977, the rules of each national securities exchange shall provide as follows: (a) No rule, stated policy or practice of this exchange shall prohibit or condition, or be construed to prohibit, condition or otherwise limit, directly or indirectly, **the ability of any member acting as agent for both buyer and seller to effect any cross transaction otherwise than on this exchange in any reported exchange security**. (b) No rule, stated policy or practice of this exchange shall prohibit, condition, or be construed to prohibit, condition, or otherwise limit, directly or indirectly, **the ability of any member acting as principal to effect any transaction otherwise than on this exchange with any person in any reported exchange security**. (c) For purposes of this rule, the term “reported exchange security” shall mean any equity security listed on this exchange or to which



qualquer restrição à internalização de ordens, inclusive em negociações em que o intermediário atuasse como contraparte dos clientes ou como agente do comprador e do vendedor, apenas para as ações listadas a partir de 1979.

55. Naquele momento, diante das pressões dos agentes envolvidos, a SEC adotou uma posição intermediária, em que acabou com todas as restrições à internalização apenas para negociações envolvendo novas ações listadas, mas admitiu que as bolsas mantivessem regras restritivas para as negociações com ações anteriormente listadas¹⁹.

56. A aprovação da Rule 19c-3 acabou, assim, por criar uma categoria diferente de ações (chamadas de *Shares 19c-3* – listadas após 1979). Isso possibilitou a avaliação dos impactos da permissão plena à internalização de ordens para o mercado dessas novas ações, em comparação com o funcionamento do mercado das ações anteriormente listadas, que seguiam sujeitas a restrições, decorrentes, especialmente, da Rule NYSE 390, que permaneceu em vigor até 2000²⁰.

unlisted trading privileges on this exchange have been extended as to which last sale information is reported in the consolidated transaction reporting system.

¹⁸ Ver SEC Release nº 16888, publicado no Federal Register em 18/06/1980 (45 FR 41125). A proposta da nova norma e sua justificativa constam do SEC Release nº 15769, publicado no Federal Register em 04/05/1976 (44 FR 26688).

¹⁹ Redação final da Rule 19c-3: § 240.19c-3 Governing off-board trading by members of national securities exchanges. The rules of each national securities exchange shall provide as follows: (a) No rule, stated policy or practice of this exchange shall prohibit or condition, or be construed to prohibit, condition or otherwise limit, directly or indirectly, **the ability of any member to effect any transaction otherwise than on this exchange in any reported security listed and registered on this exchange or as to which unlisted trading privileges on this exchange have been extended (other than a put option or call option issued by the Options Clearing Corporation) which is not a covered security.** (b) For purposes of this rule, (1) The term “Act” shall mean the Securities Exchange Act of 1934, as amended. (2) The term “exchange” shall mean a national securities exchange registered as such with the Securities and Exchange Commission pursuant to section 6 of the Act. (3) The term “covered security” shall mean (i) Any equity security or class of equity securities which (A) Was listed and registered on an exchange on April 26, 1979, and (B) Remains listed and registered on at least one exchange continuously thereafter; (ii) Any equity security or class of equity securities which (A) Was traded on one or more exchanges on April 26, 1979, pursuant to unlisted trading privileges permitted by section 12(f)(1)(A) of the Act, and (B) Remains traded on any such exchange pursuant to such unlisted trading privileges continuously thereafter; and (iii) Any equity security or class of equity securities which (A) Is issued in connection with a statutory merger, consolidation or similar plan or reorganization (including a reincorporation or change of domicile) in exchange for an equity security or class of equity securities described in paragraph (b)(3)(i) or (b)(3)(ii) of this rule, (B) Is listed and registered on an exchange after April 26, 1979, and (C) Remains listed and registered on at least one exchange continuously thereafter. (4) The term “reported security” shall mean any security or class of securities for which transaction reports are collected, processed and made available pursuant to an effective transaction reporting plan. (5) The term “transaction report” shall mean a report containing the price and volume associated with a completed transaction involving the purchase or sale of a security. (6) The term “effective transaction reporting plan” shall mean any plan approved by the Commission pursuant to § 240.11Aa3-1 (Rule 11Aa3-1 under the Act) for collecting, processing and making available transaction reports with respect to transactions in an equity security or class of equity securities.

²⁰ A revogação foi submetida à audiência pública pela SEC (SEC Release nº 34-42450, publicado no Federal Register em 23/02/2000 (65 FR 10577)) e aprovada em junho de 2000 (SEC Release nº 34-42758, publicado no Federal Register em 07/07/2000 (65 FR 36222)). A desmutualização das bolsas foi autorizada pela Regulation ATS,



57. A partir desses dados, diversos estudos puderam ser realizados para a comparação entre ambientes com níveis diferentes de internalização²¹, permitindo que a própria SEC conseguisse observar esses efeitos e contrapor os dados empíricos às alegações das bolsas que ainda pleiteavam a manutenção de algumas restrições à internalização.

58. Nos anos seguintes à Rule 19c-3, a internalização voltou a ser debatida algumas vezes. Em 1993, a SEC deu início à discussão sobre regras de transparência dos intermediários a respeito de práticas de *payment for order flow*, que depois passaram a abranger todas as práticas que induziam ao direcionamento de ordens de clientes para determinados intermediários atuando com carteira própria (*dealers*)²².

59. Em 1998, a SEC aprovou a *Regulation ATS*²³, criando uma nova categoria de ambiente de negociação em resposta ao surgimento de sistemas automatizados nas décadas anteriores – denominados *Alternative Trading Systems*. Sob a *Regulation ATS*, os ambientes de negociação funcionalmente equivalentes às bolsas – isto é, sistemas que promovam o cruzamento de ordens de múltiplos vendedores e compradores sob métodos determinados e critérios não discricionários²⁴ – passam a ser considerados bolsas (*exchanges*), mas ficam dispensados das exigências aplicáveis àqueles mercados em determinadas hipóteses ou desde que sejam registrados como *broker-dealers* e operem nos limites na Rule 301(b) editada sob o *Securities Exchange Act* pela SEC.

aprovada em dezembro de 1998 (SEC Release nº 34-40760, publicado no Federal Register em 22/12/1998 (63 FR 70844)).

²¹ Nesse sentido, o relatório divulgado pela *Division of Market Regulation* da SEC em 1994 sobre a estrutura do mercado secundário de *equity* nos Estados Unidos, em que a agência destaca que, apesar da diversidade de ambientes para a execução de ordens que marcava aquele momento, seus estudos indicavam que os mercados de bolsa seguiam sendo os principais ambientes de negociação dos ativos passíveis de internalização (as chamadas *Rule 19c-3 stocks*)(Division of Market Regulation of SEC, *Market 2000 – An Examination of Current Equity Market Developments*, jan/1994. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/market2000.pdf>. Ver também: (i) Tai-Kong Kam, Venkatesh Panchapagesan, Daniel G. Weaver, Competition among markets: The repeal of Rule 390, in *Journal of Banking & Finance*, nº 27, 2003, pp. 1711-1736. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00097-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00097-9); e (ii) Jeffrey L. Davis, Lois E. Lightfoot, Fragmentation Versus Consolidation of Securities Trading: Evidence from the Operation of Rule 19c-3, in *The Journal of Law & Economics*, vol. 41, nº 1, abr/1998, pp. 209 – 238. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/467389>).

²² A proposta e a justificativa para a edição da norma constam do SEC Release nº 34-33026, publicado no Federal Register em 13/10/1993 (58 FR 52934). A discussão deu origem à Rule 11Ac1-3 e à modificação da Rule 10b-10, que passaram a exigir a divulgação, pelos intermediários, de eventuais práticas de *payment for order flow* adotadas. Na mesma data em que foram aprovadas, a SEC propôs sua ampliação. Ver SEC Release nº 34-34902 publicado no Federal Register em 02/11/1994 (59 FR 55006) e SEC Release nº 34-34.903 publicado no Federal Register em 02/11/1994 (59 FR 55014).

²³ SEC Release nº 34-40760, publicado no Federal Register em 22/12/1998 (63 FR 70844).

²⁴ “In response to commenters’ concerns and suggestions, the Commission has carefully revised Rule 3b-16 to define these terms to mean any organization, association, or group of persons that: (1) brings together the orders of multiple buyers and sellers; and (2) uses established, non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which such orders interact with each other, and the buyers and sellers entering such orders agree to the terms of a trade.” (63 FR 70847).



60. Quando da edição da *Regulation ATS*, a agência manifestou o entendimento de que a nova categoria não abrangeria os sistemas internos dos intermediários destinados apenas a (i) automatizar a execução de ordens dos seus clientes contra a carteira própria do intermediário, ou (ii) promover a gestão das ordens dos clientes do intermediário, inclusive para encontrar contrapartes entre os clientes, desde que, neste caso, não adotassem critérios pré-determinados e não discricionários de cruzamento de ordens²⁵. Em razão disso, a internalização realizada por meio da execução de ordens dos clientes contra a carteira própria do intermediário não ficou sujeita às exigências adicionais previstas naquela regulação.

61. Em 2000, novas regras foram editadas para ampliar as obrigações informacionais dos intermediários sobre as políticas para a definição do ambiente de execução das ordens de seus clientes²⁶, mas é apenas em 2005 que a SEC aprovou a *Regulation NMS*, considerada a base para a internalização atualmente²⁷.

62. Em grande medida, seu objetivo foi consolidar as regras destinadas a promover o sistema de mercado nacional e incluir regras de publicidade e proteção aos investidores. Em termos gerais, a partir da *Regulation NMS*, passou a haver regras de proteção de ordens para impedir a execução a preços diferentes da melhor cotação para o ativo (isto é, impedir os chamados *trade throughs*) e de garantia de acesso não discriminatório às cotações disponibilizadas por *market centers*, bem como um padrão de incremento das cotações e novas regras de alocação de recursos gerados pelas taxas pagas pelo fornecimento de *market data*.

²⁵ “The Commission intended to exclude a number of different types of systems under this proposed exclusion. First, **this exclusion was intended to cover internal systems operated by market makers to automate the management of their customer orders**, including the display of customer limit orders, and to match those displayed orders with other customer orders. **The Commission is now adopting a more specific exclusion to cover these types of systems.**

In addition, in large part, the Commission intended to exclude systems that automate the management of customer orders that require a broker-dealer to use its discretion. These types of systems would not be included within paragraph (a) of Rule 3b-16 because— like traditional block trading desks — they do not use established, non-discretionary methods. The purpose of the proposed exclusion for internal broker-dealer systems was to exclude traditional internal systems created to increase efficiency rather than to provide a non-discretionary trading system for customers. In light of the comments on the proposed exclusion for internal broker-dealer systems and the difficulty of distinguishing among internal systems on this basis, the Commission now believes it is better not to attempt to set specific requirements that internal broker-dealer systems must meet in order to be excluded from Rule 3b-16. **Instead, the Commission is clarifying that trading systems that do not use established, non-discretionary methods fail to meet the two-part test in paragraph (a) and are, therefore, not included within the revised interpretation of ‘exchange’.**” (63 FR 70851).

²⁶ Rule 11Ac1-5 e da Rule 11Ac1-6. Ver SEC Release nº 34-43590, publicado no Federal Register em 01/12/2000 (65 FR 75414).

²⁷ SEC Release nº 34-51808, publicado no Federal Register em 29/06/2005 (70 FR 37496). Ver também a proposta de edição da Regulation NMS em SEC Release nº 34-49325, publicado no Federal Register em 09/03/2004 (69 FR 11126).



63. Mais recentemente, em 2022, a SEC propôs quatro novas normas sobre o tema, das quais duas foram editadas em 2024 e duas seguem em discussão²⁸. As regras aprovadas estendem a obrigação de divulgação de relatório mensal sobre a qualidade de execução de ordens a intermediários com um número relevante de clientes e aumentam o escopo das informações fornecidas nesses relatórios, que devem ser segregadas de acordo com as modalidades de ordens²⁹.

64. Além disso, as novas normas alteram a *Regulation NMS* para prever um novo incremento padrão mínimo para algumas ações integrantes do sistema de mercado nacional, diminuir o teto para as taxas de acesso à informação sobre as *protected quotations*³⁰ e estabelecer novas exigências informacionais a respeito das melhores ordens de compra e de venda de lotes de tamanho não padrão³¹.

65. Seguem em aberto, no entanto, duas propostas que podem afetar de forma relevante os contornos da internalização nos Estados Unidos. Uma delas exigiria políticas de execução de ordens mais robustas para intermediários engajados em transações que envolvessem conflitos de interesses com clientes de varejo – especialmente conflitos decorrentes das práticas de *payment for order flow*, *principal trading* (em que o intermediário negocia com seu cliente com a carteira própria) e direcionamento de ordens de clientes para afiliados.

66. A outra proposta trata da possível edição de uma *Order Competition Rule*, que proíbe que um *market center* restrito execute internamente certas ordens a menos que tais ordens sejam previamente expostas à competição naquele preço em um leilão que atenda a determinados requisitos e seja operado por um centro de negociação aberto. Na prática, uma regra nos termos propostos poderia diminuir de forma significativa as vantagens comerciais de algumas modalidades de internalização.

União Europeia

67. No âmbito da União Europeia, a discussão sobre a internalização ocorreu principalmente a partir de 2000. Antes disso, a legislação europeia sobre o mercado de capitais,

²⁸ Ver propostas de normas ainda em aberto: (i) SEC Release nº 34-96496, publicado no Federal Register em 27/01/2023 (88 FR 5440); (ii) SEC Release nº 34-96495, publicado no Federal Register em 03/01/2023 (88 FR 128).

²⁹ SEC Release nº 34-99679, publicado no Federal Register em 15/04/2024 (89 FR 26428). A proposta e justificativa da SEC constam do SEC Release nº 34-96493, publicado no Federal Register em 20/01/2023 (88 FR 3786).

³⁰ *Protected quotation* corresponde às *protected bid* ou *protected offer*, que são as cotações de uma NMS stock que (i) seja exibida por um centro de negociação automático (*automated trading center*); (ii) seja disseminada de acordo com um plano efetivo do sistema nacional de mercado; e (iii) seja uma cotação automatizada que corresponda à melhor oferta de compra ou melhor oferta de venda de uma bolsa nacional de valores mobiliários, ou do Nasdaq Stock Market, ou de uma associação nacional de valores mobiliários (*national securities association*).

³¹ SEC Release nº 34-101070, publicado no Federal Register em 08/10/2024 (89 FR 81620). Ver também o edital da audiência pública com as justificativas para a proposta no SEC Release nº 34-96494, publicado no Federal Register em 29/12/2022 (87 FR 80266).



concentrada na *Investment Services Directive* (ISD)³² era caracterizada por conter normas principiológicas, dando ampla margem para que os Estados-Membros legislassem sobre a matéria.

68. Nesse contexto, em alguns Estados-Membros, vigoravam as chamadas “regras de concentração” (ou *concentration rules*), que exigiam que as ordens fossem obrigatoriamente executadas em bolsa³³. Com o tempo, surgiu a percepção de que essas regras dificultavam a integração entre os mercados europeus e o desenvolvimento de um sistema integrado e efetivo de negociação na União Europeia³⁴.

69. Em abril de 2004, a União Europeia adotou a *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID)³⁵, que estabeleceu um regime centrado no dever de melhor execução, definido em termos amplos³⁶, e nas obrigações informacionais destinadas a assegurar algum nível de transparência para os ambientes não regulados de negociação.

70. A MiFID criou a figura do Internalizador Sistemático³⁷, sem exigir, no entanto, uma licença específica para as atividades³⁸. Os intermediários que desempenhassem tais atividades ficavam, no entanto, sujeitos a um regime específico, com obrigações adicionais.

³² Diretiva nº 93/22/CEE do Conselho das Comunidades Europeias, de 11/06/1993.

³³ A prática era autorizada pelo art. 14 (3) da ISD, que dispunha: “3. Um Estado-membro pode exigir que as transações relativas aos serviços referidos no nº 1 sejam efectuadas num mercado regulamentado, caso se encontrem preenchidos todos os critérios a seguir mencionados: — o investidor reside habitualmente ou está estabelecido nesse Estado-membro, — a empresa de investimento efectua a transacção quer através de um estabelecimento principal ou de uma sucursal situados nesse Estado-membro quer em regime de livre prestação de serviços nesse Estado-membro, — a transacção refere-se a um instrumento negociado num mercado regulamentado desse Estado-membro.”

³⁴ Ver: (i) Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho Europeu: Actualização da Directiva Relativa aos Serviços de Investimento (93/22/CEE), 15/11/2000. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52000DC0729>; e (ii) Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on Investment services and regulated market, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council 2000/12/EC*, 04/09/2003. Disponível em: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-5-2003-0287_EN.html?redirect#_section3.

³⁵ Diretiva nº 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21/04/2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039>.

³⁶ Artigo 21 da MiFID – Obrigação de executar as ordens nas condições mais favoráveis para o cliente. 1. Os Estados-Membros devem exigir às empresas de investimento que tomem todas as medidas razoáveis para obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível em termos de preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem. Em todo o caso, sempre que haja uma instrução específica do cliente, a empresa de investimento deve executar a ordem de acordo com a instrução específica.”

³⁷ Artigo 4.1(7) da MiFID: “«Internalizador sistemático»: uma empresa de investimento que, de modo organizado, frequente e sistemático, negocia por conta própria executando ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF;”



71. Entre essas obrigações estão (i) a obrigação de imediata publicidade de ordens limites dadas por clientes envolvendo ações admitidas à negociação em algum mercado regulamentado que não sejam executadas imediatamente nas condições prevalecentes no mercado, salvo instruções expressas do cliente em contrário, admitindo-se que essa obrigação seja cumprida por meio da transmissão da ordem a um mercado regulamentado ou a um MTF³⁹; (ii) a obrigação de publicar oferta de preço firme das ações admitidas à negociação em algum mercado regulamentado para as quais sejam internalizadores sistemáticos e exista um mercado líquido, desde que tais internalizadores negociem com volumes até um volume normal de mercado (excluídos, portanto, aquele que internalizassem apenas grandes lotes)⁴⁰; (iii) a obrigação de executar as ordens de clientes de varejo aos preços oferecidos no momento de recepção da ordem⁴¹; (iv) a obrigação de divulgar o volume, preço e momento de conclusão das transações envolvendo ações admitidas à negociação em um mercado regulamentado que sejam realizadas fora de mercado regulamentado⁴².

³⁸ Para uma análise dos efeitos da MiFID I sobre a internalização: Guido Ferrarini; Fabio Recine, *The MiFID and Internalisation*, in Guido Ferrarini; Eddy Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, 2006, pp. 235-270. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=922284>.

³⁹ Artigo 22(2) da MiFID: “2. Os Estados-Membros devem exigir que, no caso de ordens com limites dadas por clientes, relativas a ações admitidas à negociação num mercado regulamentado, que não sejam executadas de imediato nas condições prevalecentes no mercado, as empresas de investimento tomem as medidas necessárias para permitir a sua execução tão rápida quanto possível, dando imediatamente publicidade a essas ordens com limites de forma facilmente acessível aos outros participantes no mercado, a menos que o cliente lhe dê instruções expressas em contrário. Os Estados-Membros podem determinar que as empresas de investimento cumpram esta obrigação transmitindo a ordem do cliente a um mercado regulamentado e/ ou a um MTF. Os Estados-Membros devem prever a possibilidade de as autoridades competentes dispensarem do cumprimento da obrigação de tornar pública uma ordem com limites cujo volume seja elevado relativamente ao volume normal de mercado, determinado nos termos do n.º 2 do artigo 44.º.”

⁴⁰ Artigo 27(1) da MiFID: “1. Os Estados-Membros devem exigir que os internalizadores sistemáticos em ações publiquem uma oferta de preços firme das ações admitidas à negociação num mercado regulamentado para as quais sejam internalizadores sistemáticos e exista um mercado líquido. No caso das ações para as quais não exista um mercado líquido, os internalizadores sistemáticos devem, mediante pedido, divulgar ofertas de preços aos seus clientes.

O disposto no presente artigo é aplicável aos internalizadores sistemáticos sempre que negociem com volumes até um volume normal de mercado. Os internalizadores sistemáticos que negociem exclusivamente em volumes superiores ao volume normal de mercado não ficam sujeitos ao disposto no presente artigo. [...]”

⁴¹ Artigo 27(3) da MiFID: “[...] Os internalizadores sistemáticos devem executar as ordens que recebem dos seus clientes profissionais em relação às ações para as quais sejam internalizadores sistemáticos aos preços oferecidos no momento da recepção da ordem. No entanto, em casos devidamente justificados, podem executar essas ordens a um preço melhor, desde que esse preço se situe dentro de um intervalo de variação, divulgado ao público, próximo das condições do mercado e na condição de o volume das ordens ser mais elevado do que o volume das ordens dadas habitualmente por um investidor não profissional. [...]”

⁴² Artigo 28(1) da MiFID: “Os Estados-Membros devem exigir, no mínimo, às empresas de investimento que efectuem, quer por sua conta quer em nome de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um MTF, transacções de ações admitidas à negociação num mercado regulamentado, que tornem público o volume e o preço dessas transacções, bem como o momento em que foram concluídas. Estas informações devem ser divulgadas ao público o mais aproximadamente possível do tempo real, em condições comerciais razoáveis e de forma facilmente acessível aos demais participantes no mercado. [...]”



72. A MiFID entrou em vigor em 2008 e, pouco anos depois, teve início uma discussão para reformá-la. Isso porque, além dos efeitos da crise, houve uma percepção de que, apesar dos seus avanços positivos, de um lado, de outro, a diretiva anterior tinha sido incapaz de assegurar a integração necessária para o sistema europeu, particularmente no que se refere às informações sobre as transações ocorridas nos diversos ambientes de negociação até então admitidos⁴³.

73. Assim, em 2014, foram aprovadas a *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II) e a *Markets in Financial Instruments Regulation* (MiFIR)⁴⁴.

74. Em conjunto, a diretiva e o regulamento restringiram as hipóteses em que se dispensavam algumas obrigações informacionais impostas aos internalizadores sistemáticos. A autoridade nacional responsável por fiscalizar o intermediário e conceder as dispensas passou a ser responsável por monitorar se a permissão para a não divulgação atende aos objetivos da regra⁴⁵.

⁴³ Além dos mercados regulamentados, dos MTFs e da negociação em balcão (que inclui as ordens executadas por internalizadores sistemáticos), a MiFID II cria uma nova categoria de ambiente de negociação denominada *Organised Trading Facilities* (OTF), destinada à negociação multilateral de investimentos que não envolvessem *equity* e concebida fundamentalmente para permitir que os antigos derivativos de balcão padronizados passassem a ser negociados em bolsa.

⁴⁴ A esse respeito, ver: (i) Guido Ferrarini; Niam Moloney, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, nº 13, dez/2012, pp. 557 – 597. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1017/S1566752912000365>; (ii) Hagströmer, Björn, *Market Fragmentation* nov/2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4274523>.

⁴⁵ Artigo 4(4) da MiFIR: “4. Before granting a waiver in accordance with paragraph 1, competent authorities shall notify ESMA and other competent authorities of the intended use of each individual waiver and provide an explanation regarding its functioning, including the details of the trading venue where the reference price is established as referred to in paragraph 1(a). Notification of the intention to grant a waiver shall be made not less than four months before the waiver is intended to take effect. Within two months following receipt of the notification, ESMA shall issue a non-binding opinion to the competent authority in question assessing the compatibility of each waiver with the requirements established in paragraph 1 and specified in the regulatory technical standard adopted pursuant to paragraph 6. Where that competent authority grants a waiver and a competent authority of another Member State disagrees, that competent authority may refer the matter back to ESMA, which may act in accordance with the powers conferred on it under Article 19 of Regulation (EU) No 1095/2010. ESMA shall monitor the application of the waivers and shall submit an annual report to the Commission on how they are applied in practice.

5. A competent authority may, either on its own initiative or upon request by another competent authority, withdraw a waiver granted under paragraph 1 as specified under paragraph 6, if it observes that the waiver is being used in a way that deviates from its original purpose or if it believes that the waiver is being used to circumvent the requirements established in this Article.

Competent authorities shall notify ESMA and other competent authorities of such withdrawal providing full reasons for their decision.”



75. Adicionalmente, sob a MiFIR, a autoridade europeia dos mercados de capitais – a ESMA – firmou o posicionamento no sentido de que a internalização sistemática não inclui a atividade de cruzamento de ordens, que não está autorizada aos intermediários⁴⁶.

76. Além disso, o dever de melhor execução foi complementado e passou a prever que, no caso de clientes de varejo, a melhor execução corresponde ao melhor preço com os menores custos de execução⁴⁷. A MiFID II também previu que os intermediários devem fornecer informações adequadas aos clientes sobre a sua política de execução de ordens, inclusive a respeito das diferentes plataformas utilizadas e os fatores determinantes para a escolha da plataforma em cada caso⁴⁸.

77. A qualidade efetiva da execução passou a ser obrigatoriamente divulgada em um relatório anual, que deve elencar os cinco ambientes em que as ordens dos clientes do intermediário atingiram a melhor execução, com informações sobre o volume executado em cada plataforma e sobre a qualidade obtida⁴⁹. No campo individual, os intermediários passaram

⁴⁶ Em Q&A sobre o tema, a autoridade europeia esclareceu os limites das atividades dos internalizadores sistemáticos: “Recital 19 of the Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 is not limited to internal matching of client orders through matched principal trading but more generally prevents SIs from operating any system that would “bring together third party buying and selling interests in functionally the same way as a trading venue”. The prohibition for an SI to operate an internal matching system for matching client orders is just one example, as opposed to the unique circumstance, under which an SI would actually be operating functionally in the same way as a trading venue and would be required to seek authorisation as such.

Based on the SI definition provided in Article 4(1)(20) of MiFID II, ESMA understands that the trading activity of a SI is characterised by risk-facing transactions that impact the Profit and Loss account of the firm. By undertaking such risk-facing transactions, SIs are a valuable source of liquidity to market participants. In that regard, ESMA notes that the MiFIR pre-trade transparency provisions for SIs seek to avoid submitting SI to undue risks.” (European Securities and Markets Authority, *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structure topics*, out/2023. Disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf).

⁴⁷ Artigo 27(1) da MiFID II: “[...] Sempre que uma empresa de investimento executa uma ordem por conta de um cliente não profissional, o melhor resultado possível será determinado em termos de contrapartida pecuniária global, representada pelo preço do instrumento financeiro e pelos custos relacionados com a sua execução, que incluirá todas as despesas em que o cliente incorre e diretamente relacionadas com a execução da ordem, incluindo as comissões do local de execução, as comissões de liquidação ou de compensação e quaisquer outras comissões pagas a terceiros envolvidos na execução da ordem.”

⁴⁸ Artigo 27(5) da MiFID II: “5. A política de execução de ordens deve incluir, no que respeita a cada classe de instrumentos financeiros, informações sobre as diferentes plataformas em que a empresa de investimento executa as ordens dos seus clientes e os fatores que afetam a escolha da plataforma de negociação. Deve incluir, no mínimo, as plataformas de negociação que possibilitam à empresa de investimento obter consistentemente o melhor resultado possível para a execução das ordens dos clientes. Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento prestem informações adequadas aos seus clientes sobre a sua política de execução de ordens. Essas informações devem explicar claramente, com um pormenor suficiente e de uma forma que seja facilmente compreensível para os clientes, o modo como as ordens irão ser executadas pela empresa de investimento para o seu cliente. Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento obtenham o assentimento prévio dos seus clientes em relação a essa política de execução de ordens. [...]”

⁴⁹ Artigo 27(6) da MiFID II: “6. Os Estados-Membros exigem que as empresas de investimento que executam ordens de clientes sintetizem e tornem público, numa base anual e para cada categoria de instrumentos financeiros, os cinco melhores locais de execução em termos de volume de transações onde executaram ordens dos clientes no ano anterior e informações sobre a qualidade da execução obtida.”



a ser obrigados a informar aos clientes, imediatamente após a execução de cada ordem, o local em que ela ocorreu⁵⁰.

78. Mais recentemente, como destacado no estudo parcial da ASA, o Conselho Europeu deu início a novas discussões sobre eventual reforma da MiFID II, que teria por objetivos (i) melhorar a transparência e disponibilidade de *market data*; (ii) tornar mais equitativa a concorrência entre os diferentes ambientes de negociação; e (iii) assegurar que as infraestruturas de mercado da União Europeia se mantenham competitivas a nível internacional.

79. Em relação à internalização, as principais propostas em discussão são a possível proibição da prática de *payment for order flow* e a impossibilidade de dispensa das obrigações de transparência para internalizadores sistemáticos com volume igual ou superior a 10%⁵¹.

⁵⁰ Artigo 27(3) da MiFID II: “3. Os Estados-Membros exigem que, no caso dos instrumentos financeiros sujeitos à obrigação de negociação nos termos dos artigos 23.º e 28.º do Regulamento (UE) n.º 600/2014, cada plataforma de negociação e internalizador sistemático e, no caso de outros instrumentos financeiros, cada local de execução coloque à disposição do público, sem quaisquer encargos, os dados relativos à qualidade da execução das transações nessa plataforma, pelo menos numa base anual, e que, na sequência da execução de uma transação em nome de um cliente, a empresa de investimento comunique ao cliente o local onde a ordem foi executada. Os relatórios periódicos incluem informações sobre preços, custos, rapidez e probabilidade de execução para instrumentos financeiros específicos.”

⁵¹ Conforme relatório elaborado pela *PriceWaterCooperhouse* disponível em <https://www.pwc.ch/en/insights/regulation/mifidII-and-mifir-review-agreement-reached-by-council.html>.





← Escaneie para realizar a validação das assinaturas

Algoritmo

SHA-256 with RSA

Hash do documento original

-cE202yeUIPBeEaLoM4b2b52HNSf29H8P8gfkAoIP_0

Assinaturas	Data das assinaturas	Complemento
Assinado Eletronicamente por: Tatiana Matie Itikawa E-mail: [REDACTED] Papel: Assinante Representação: ANBIMA Associacao Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	18/11/2024 às 16:43:07	[REDACTED]
Assinado Eletronicamente por: Jose Carlos Halpern Doherty E-mail: [REDACTED] Papel: Assinante Representação: ANBIMA Associacao Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	18/11/2024 às 16:48:25	[REDACTED]

Para realizar a validação de assinaturas, acesse: <https://esign.portaldedocumentos.com.br/validar-assinaturas>
e digite o código de validação: RMA7AJ3KKPSI