

ESTUDO DOS IMPACTOS DA INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS

Documento Final – Frameworks regulatórios

Outubro 2024

A business of Marsh McLennan

PRESSUPOSTOS, QUALIFICAÇÕES E CONDIÇÕES LIMITANTES






- Este relatório apresenta as informações exigidas pelos termos do contrato da Oliver Wyman com a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD (CNPJ 43.452.531/0001-28), e é elaborado na forma expressamente exigida por este. A separação ou alteração de qualquer seção ou página do corpo principal deste relatório é expressamente proibida e invalida este relatório.
- Este relatório não se destina à circulação geral ou publicação, nem deve ser usado, reproduzido, citado ou distribuído para qualquer finalidade que não aquelas aqui estabelecidas, sem a prévia autorização por escrito da Oliver Wyman.
- As informações fornecidas por terceiros, nas quais todo ou parte deste relatório se baseia, são consideradas confiáveis, mas não foram verificadas. As informações públicas e os dados do setor e estatísticos, incluindo, sem limitação, dados de vários mercados de capitais globais onde estudamos o impacto da internalização de ordens sobre volumes de mercado e spreads, bem como informações sobre como a internalização de ordens é implementada nesses mercados, são de fontes que consideramos confiáveis; no entanto, não fazemos qualquer declaração quanto à precisão ou completude de tais informações e as aceitamos sem verificação adicional.
- As conclusões contidas neste relatório podem incluir previsões baseadas em dados atuais e tendências históricas. Tais previsões estão sujeitas a riscos e incertezas inerentes. Em particular, os resultados reais podem ser impactados por eventos futuros que não podem ser previstos ou controlados, incluindo, sem limitação, mudanças nas estratégias de negócios, o desenvolvimento de futuros produtos e serviços, mudanças nas condições de mercado e da indústria, o resultado de contingências, mudanças na gestão, mudanças na legislação ou regulamentações. A Oliver Wyman não assume responsabilidade por resultados reais ou eventos futuros.
- As opiniões expressas neste relatório são válidas apenas para o propósito aqui declarado e na data deste relatório. Nenhuma obrigação é assumida de revisar este relatório para refletir mudanças, eventos ou condições que ocorram após a data deste documento.
- Todas as decisões relacionadas à implementação ou uso de conselhos ou recomendações contidas neste relatório são de exclusiva responsabilidade da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD (CNPJ 43.452.531/0001-28). Este relatório não representa aconselhamento de investimento nem fornece uma opinião sobre a equidade de qualquer transação para quaisquer partes.
- A Oliver Wyman não terá qualquer responsabilidade perante terceiros em relação a este relatório ou a quaisquer ações tomadas ou decisões feitas como consequência dos resultados, conselhos ou recomendações aqui estabelecidos.



1

ANÁLISE DE PRINCIPAIS FRAMEWORKS REGULATÓRIOS

É POSSÍVEL IDENTIFICAR QUATRO ARQUÉTIPOS PRINCIPAIS DE ESTRUTURA REGULATÓRIA AO ANALISAR MERCADOS DE CAPITALIS MADUROS E OUTROS COMPARÁVEIS AO BRASILEIRO

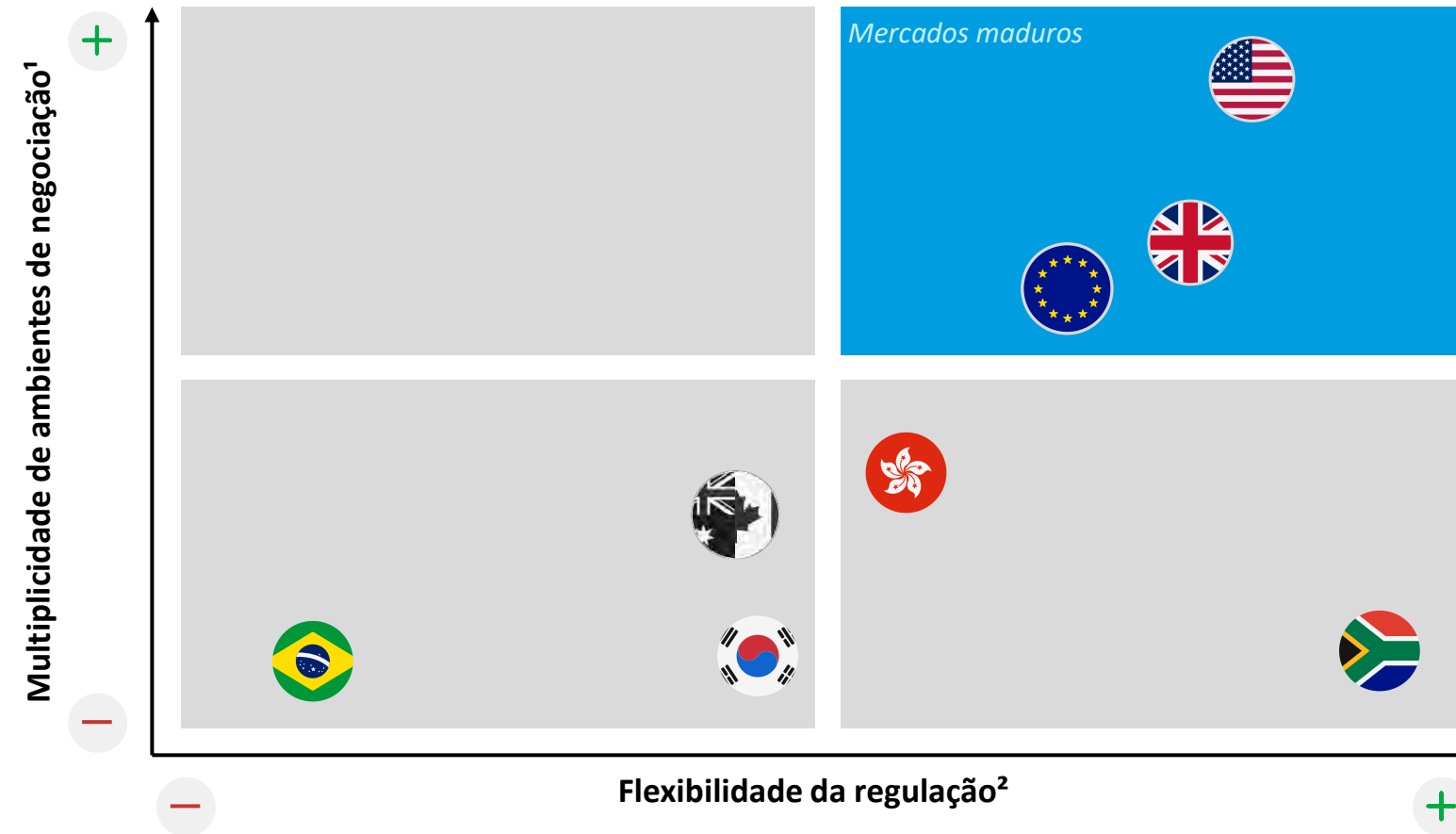
	Mercados maduros		Mercados emergentes		
Tópico					
1 Ambientes de negociação	Bolsas, ATS e <i>Broker-dealers</i>	Bolsa, MTF e OTF, SI e OTC	Bolsa, OTC e <i>Dark Pools</i> ¹	Bolsa e OTC	Bolsa e OTC
2 Melhor execução	Obrigatório, com reporte	UE: obrigatório, com reporte UK: obrigatório, sem reporte	Não há	Há diretrizes sem reporte obrigatório	Há diretriz (Art. 20 da RCVM 35) e prevista em regulação, mas reduzida em escopo
3 Requisitos de transparência	<i>Lit venue</i> – em tempo real <i>Dark pools</i> – após 1 sem.	<i>Lit venue</i> – em tempo real <i>Dark pools</i> – até 48h ²	<i>Lit venue</i> – em tempo real <i>Dark pools</i> – após 1 min.	Bolsa – em tempo real <i>Dark pools</i> – não regulados	Bolsa – em tempo real <i>Dark pools</i> – não permitidos
4 Garantia de contraparte	Clearing Houses registradas (NSCC para Equity, FICC para FI, DCO para derivativos)	Euro CCPs autorizados pela ESMA atuam como contraparte	As respectivas bolsas atuam como contraparte central	A JSE atua como contraparte central	A B3 atua como contraparte central
5 <i>Algorithm trading</i>	Regras específicas via autorregulador, e.g., limitação de volume	Há requisitos impostos	Apenas proibição de transação e/ou cotação fictícia	Não há requisitos	Não há requisitos específicos
6 Transferência (venda) de fluxo	Permitido, se respeitada a Reg NMS	UE: proibição a partir de 2026 ⁷ UK: há proibição	Permite, com restrições de volume e discussões regulatórias em andamento	Permite/Não proíbe	Permite/Não proíbe
7 Formação de preço	Regido pelo National Bid Best Offer (NBBO ³)	Regido pelo Europe Bid Best Offer (EBBO ⁴)	Não há, mas a prática do mercado é utilizar o melhor bid & ask da bolsa como benchmark		Não há
8 Autorregulação	FINRA e NFA	Não há ⁵	Não há ⁵	Não há ⁶	BSM

1. Apesar de permitidos pela regulação da Coreia, não há entes privados atuando como ATS e/ou *dark pools* na Coreia (o primeiro ATS a operar é esperado em 2025). 2. São concedidas permissões para atraso até o final do dia ou final do dia seguinte da transação, de acordo com o tamanho e liquidez do ativo; 3. National Best Bid and Offer, definido como o melhor preço do spread (bid-ask) e utilizado como benchmark de preço; 4. European Best Bid and Offer, similar ao NBBO. 5. Todos os reguladores e supervisores são entidades governamentais 6. As bolsas auxiliam a regulação e monitoramento de mercado, apensar de não serem entidades formadas por vários membros do mercado, portanto não se encaixam como autorreguladores independentes propriamente (e.g., JSE na África do Sul). 7. Com permissão até a data máxima apenas para clientes do país. Fonte: Entrevistas com experts, regulações do mercado financeiro por geografia
© Oliver Wyman

ARQUÉTIPOS REGULATÓRIOS MAIS FLEXÍVEIS TENDEM A PROMOVER UM MERCADO DE CAPITAIS MAIS COMPETITIVO E EFICIENTE, INFLUENCIANDO A JORNADA DE CADA PAÍS

Relação comparativa entre número de ambientes de negociação e flexibilidade do framework regulatório³

Fora de escala



Principais considerações

- Em geral, os **mercados mais competitivos tendem a ter uma regulação mais flexível**:
 - Permite um maior número de ambientes de negociação
 - Atendem a diferentes demandas dos investidores
- Embora a regulação sul-africana seja mais flexível, há a necessidade **de que a operação "internalizada" seja liquidada na JSE⁴**
 - A JSE⁴ detém ~98% do mercado
- No intuito de promover diferentes ambientes de negociação, a **JSE⁴ já solicitou ao regulador aprovação para criar seu *dark pool***, visto que a regulação não proíbe

¹ Considera o número total de ambientes de negociação reportados em 2023 para todos tipos de ativos: USA=+3000, UK=652, EU=512 (2022), HK=31, CA=19, AUS=18, AS=4, KOR=2, BR=1; ² Nos extremos temos: Brasil com regulação altamente detalhada e prescritiva em relação a permissões e proibições e África do Sul em que a regulação aborda poucos temas e apresenta regulação pouco detalhada. ³ Não incluí OTC. ⁴ Johannesburg Stock Exchange

Fonte: Entrevistas com players do mercado, FINRA & SEC, IIROC, SFC, ASIC, FCA

O FRAMEWORK REGULATÓRIO UTILIZADO PARA PAÍSES QUE PERMITEM INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS SOB DIFERENTES MECANISMOS NOS AJUDAM A COMPREENDER SUAS DIFERENÇAS

DIMENSÕES	DESCRIÇÃO
1 FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO	Papéis e responsabilidades dos diferentes participantes do mercado, incluindo desde investidores, até reguladores e os intermediários
2 AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS	Tipos de plataformas e mercados permitidos, incluindo onde a internalização de ordens é permitida, como bolsas de valores, mercados de balcão e sistemas de negociação alternativos
3 ABRANGÊNCIA DE ATIVOS	Tipos de ativos financeiros negociados nos diferentes ambientes, incluindo detalhamento sobre a possibilidade de internalização de cada ativo
4 GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO	Regras em vigor que asseguram que as ordens dos investidores sejam executadas nas melhores condições possíveis considerando preço, velocidade e probabilidade de execução
5 MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES	Dispositivos legais e financeiros estipulados para proteção dos investidores contra perdas de diversas naturezas, como fraudes, falhas operacionais e falência de instituições
6 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO	Obrigações de divulgação de informações sobre ordens e preços antes da execução das negociações e seus requisitos na internalização de ordens
7 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO	Obrigações de divulgação de informações sobre ordens e preços depois da execução das negociações e seus requisitos na internalização de ordens
8 FORMAS DE REPORTE	Normas para a consolidação e divulgação de informações sobre negociações às autoridades reguladoras e ao público, incluindo frequência e formato dos relatórios
9 ALGORITHM TRADING	Regulamentações para o uso de algoritmos e sistemas automatizados na execução de ordens, incluindo requisitos de controle e supervisão

1.1



ESTADOS UNIDOS

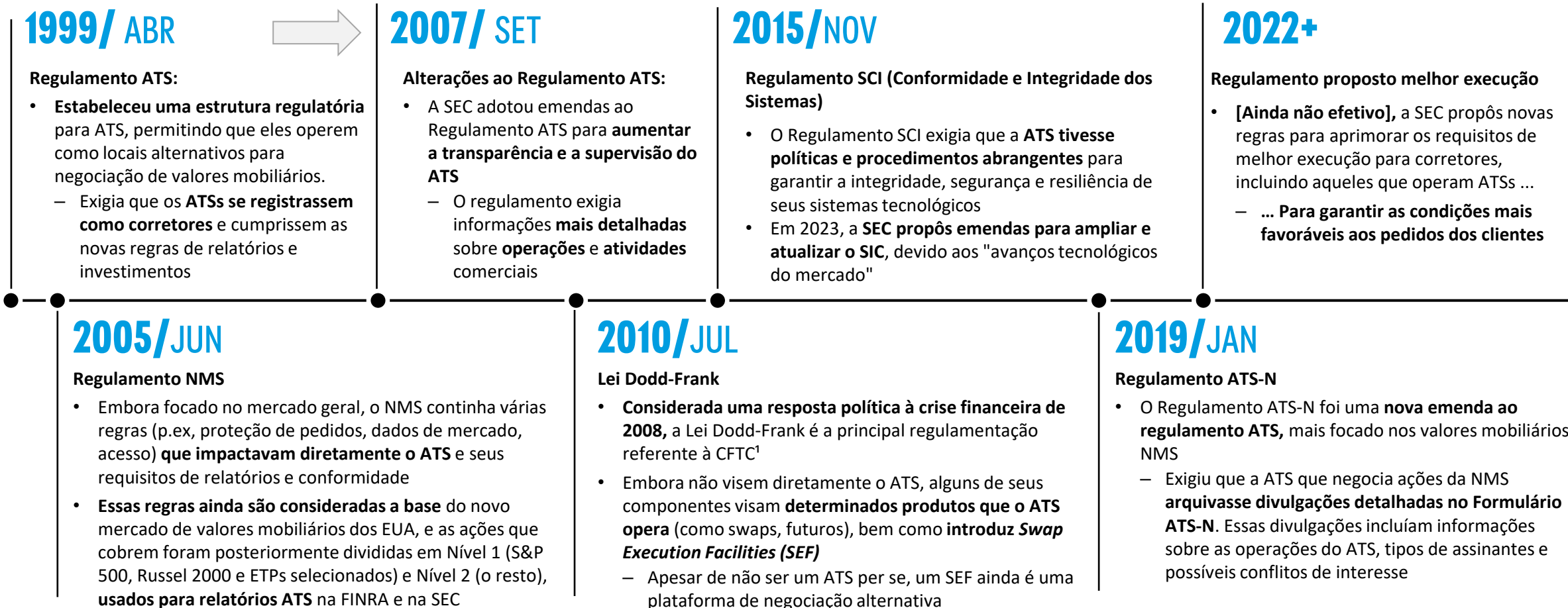
CRONOGRAMA DOS PRINCIPAIS MARCOS DA REGULAMENTAÇÃO ATS



Principais atualizações sobre os regulamentos ATS

Inclui regulamentos propostos

Não exaustivo, fora de escala



1. Comissão de Negociação de Futuros de Commodities. Fonte: SEC, FINRA, CFTC, artigos de notícias

A ESTRUTURA REGULATÓRIA AMERICANA FAVORECE UM MERCADO DESCENTRALIZADO, POSSIBILITANDO MAIOR DIVERSIDADE, INOVAÇÃO E EFICIÊNCIA

Não exaustivo



DIMENSÕES	RESUMO
1 FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO	Existem dois principais reguladores nos EUA – o SEC e o CFTC , que são apoiados por dois autorreguladores , respectivamente, FINRA e NFA . Além destes, há outras organizações que focam sobre aspectos específicos que transitam sobre o tema
2 AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS	Nos Estados Unidos, há três classificações de entidades com permissão de executar ordens de clientes: bolsas , <i>Alternative Trading Systems (ATS)</i> e <i>broker-dealers</i> (corretoras)
3 ABRANGÊNCIA DE ATIVOS	Apesar da maioria dos ativos financeiros poderem ser negociados em todos os ambientes de negociação (com pequenas exceções), existem reguladores diferentes a depender da classe de ativos (SEC e CFTC)
4 GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO	O conceito de <i>Best Execution</i> é considerado fundamental na regulação americana, em especial nas entidades autorreguladas - Apesar de terem regulações generalistas sobre o tema , o “como” é explicitamente regulado pela FINRA & NFA
5 MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES	Devido a natureza regulatória do SEC & CFTC, ambos concentram os mecanismos de ressarcimento de perdas aos investidores – contudo, o SEC possui um programas mais detalhado (e.g., seguro para compensação por má-prática para <i>retail investors</i>) vs o CFTC
6 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO	Há obrigatoriedade de transparência de pré-negociação incluindo dados de <i>bid</i> , <i>ask</i> e <i>market depth</i> , com exceções delimitadas para ATS, exceções estas que permitem a existência de <i>dark pools</i>
7 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO	Todas as entidades são obrigadas a reportarem dados de pós-negociação, com <i>dark pools</i> tendo uma camada a mais de requisitos devido a não divulgação de itens pré-negociação (estes divulgam os dados de <i>pre-trade</i> de forma <i>a posteriori</i>)
8 FORMAS DE REPORTE	Todos os entes regulatórios e autorreguladoras possuem <i>forms</i> e regras específicas de reporte , contudo, os autorreguladores acabam por – em sua maioria – solicitar os mesmos dados que os reguladores, com diferenças entre o formato da divulgação
9 ALGORITHM TRADING	Todos os reguladores e autorreguladores possuem provisões direcionadas para o controle/monitoramento de <i>algorithm/automated trading</i> , mas os autorreguladores possuem um maior escrutínio acerca do tema

1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO (1/4)

Válido para ambos *lit* e *dark venues*Válido para *lit venues* apenasVálido para *dark venues* apenas

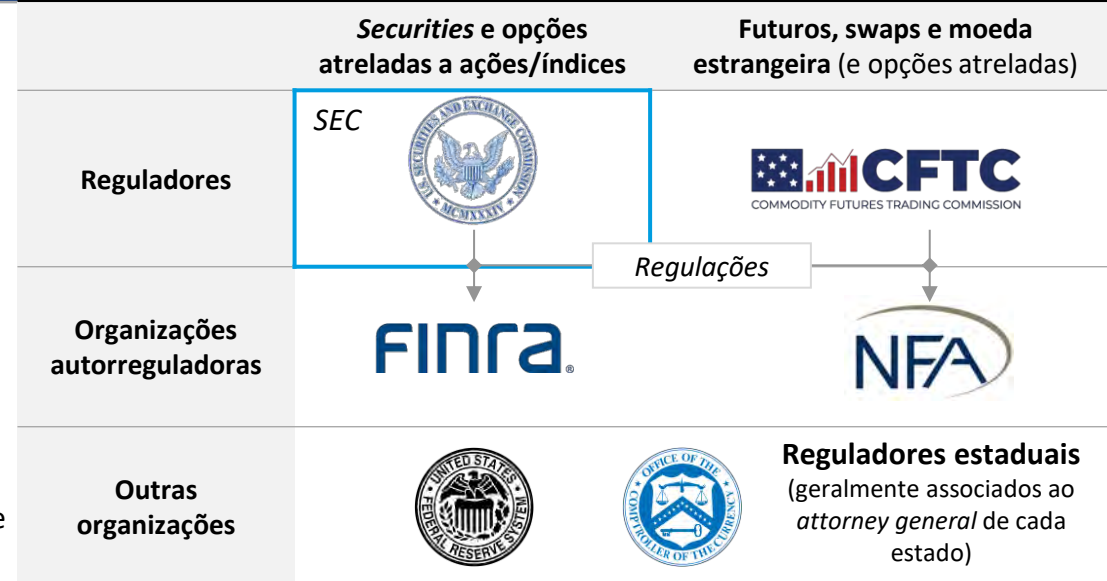
PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

No mercado americano, existem diversos órgãos reguladores no mercado, governamentais, autorreguladores ou outras organizações que apoiam/ regulam/punem agentes do mercado

- Os principais órgãos nos EUA estão **detalhados na tabela ao lado**, com seus papéis e principais regulações **detalhadas abaixo**:

SEC – Securities Exchange Commission

- Principal regulador do mercado**, com um **mandato amplo de proteção ao investidor**, garantia de um mercado justo e eficiente, e facilitação de formação de capital – e com **liberdade para aplicar a lei e supervisionar as autorreguladoras**
- A **regulação NMS (National Market System)**, composta por diversas regras, permite ao regulador atuar de **forma a proteger a integridade do mercado** (princípio do *fair & efficient market*), incluindo a *rule 611 (Order protection rule)*, que impede (e fiscaliza) a realização de uma ordem a um preço abaixo do atual (e.g., uma ordem de compra executada a um preço mais caro que o preço do mercado)
 - Os **preços de compra e venda de cada ativo são definidos com base no “NBBO”** (*National Best Bid and Offer*), que define o melhor bid (compra) – mais baixo, e o melhor ask (venda) – mais alto; de forma que **nenhuma ordem pode ser executada fora deste preço** (em determinados casos, ela pode ser executada em um patamar melhor para o investidor que o NBBO)
- O conjunto de regras da regulação NMS **também inclui as regras 605 e 606** (*rule 605 & rule 606*), relacionadas ao *disclosure* obrigatório de informações por parte dos *broker-dealers* acerca da qualidade de execução e roteamento das ordens – diretamente relacionados a internalização das ordens
- Além destas, na rule 301(b)(3), especificamente, versa sobre a permissão de ATS (incluindo *dark pools*) a operar sem a necessidade de apresentar dados pré-transação ao público**



1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO (2/4)



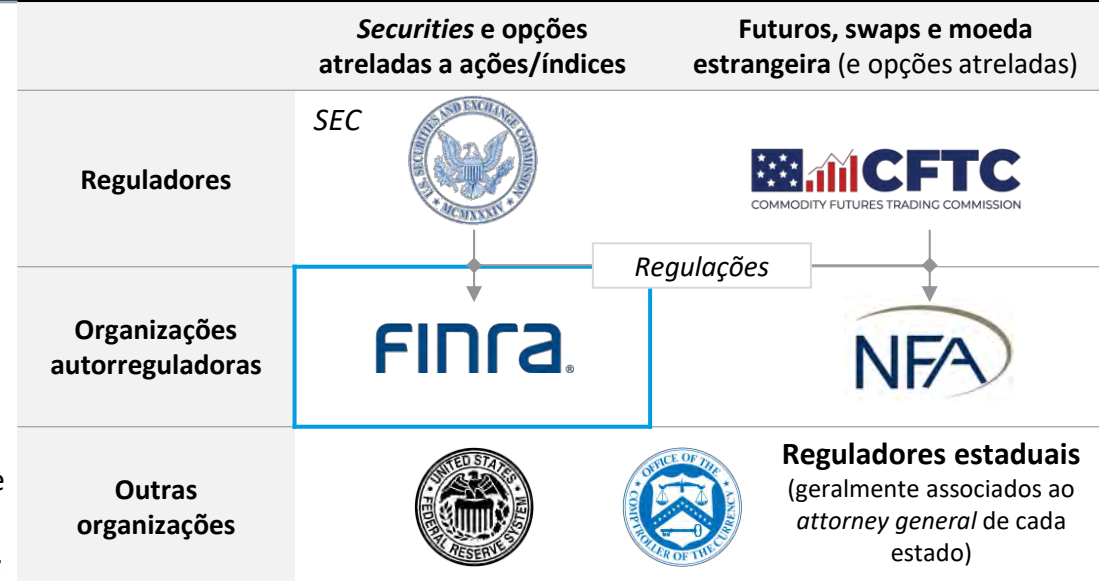
Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

Uma **autorreguladora**, a FINRA regula seus ~3,300 membros (*brokers* e *exchanges*), sendo a **sucessora da antiga NASD** (*National Association of Securities Dealers*).

- A FINRA, como parte da indústria de valores mobiliários, está **diretamente subordinada ao SEC**, que atua como o último regulador do mercado
 - Independentemente, a **FINRA possui autoridade para punir e expulsar seus membros** quando estes ferem seu regulamento (aprovado junto ao SEC), apesar de não possuir a capacidade de punir legalmente seus membros (mas, historicamente, encaminha certos caso à procuradoria do estado/federal)
- Devido a sua natureza de supervisão, as principais regulações gerais da FINRA são¹:
 - FINRA rule 3110, que requer firmas a **estabelecer e manter um sistema** de supervisão de seus associados
 - FINRA rule 5210, que requer a **publicação** (em regime bona-fide) de **transações e quotes**
- Em relação a **internalização de ordens**, as principais regulações da FINRA são¹:
 - FINRA rule 5310: referente ao conceito de *Best execution*, que obriga firmas a usar “**a reasonable diligence**” para garantir a **melhor execução possível das ordens** dos investidores, incluindo considerações sobre a internalização de ordens (i.e., caso uma ordem seja melhor executada via uma forma externa, a firma deve preferir sua internalização, e executar a ordem de forma que maximize a execução do investidor)
 - FINRA rule 5320: **Proibição das firmas de executar uma ordem de negociação** dela própria antes de executar a do seu cliente (“**trading ahead**”), salvo exceções específicas e.g., *No-Knowledge* (não-conhecimento prévio), *odd lots* e *bona-fide erros*, *Minimum price improvement* (quando a execução da ordem da firma de forma *a priori* gera um benefício ao investidor), *ISO exception* (exceção já deliberada na *rule 600(b)(30)* do SEC), entre outras



1. A FINRA possui diversos outros conjuntos de regras aplicáveis aos seus membros – o termo “principal” mencionado refere-se ao escopo deste projeto, mas o nível de principalidade está sujeito a subjetividade do leitor. Fonte: Site das entidades e regulações relacionadas
© Oliver Wyman

1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO (3/4)



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

CFTC – *Commodity futures trading commission*

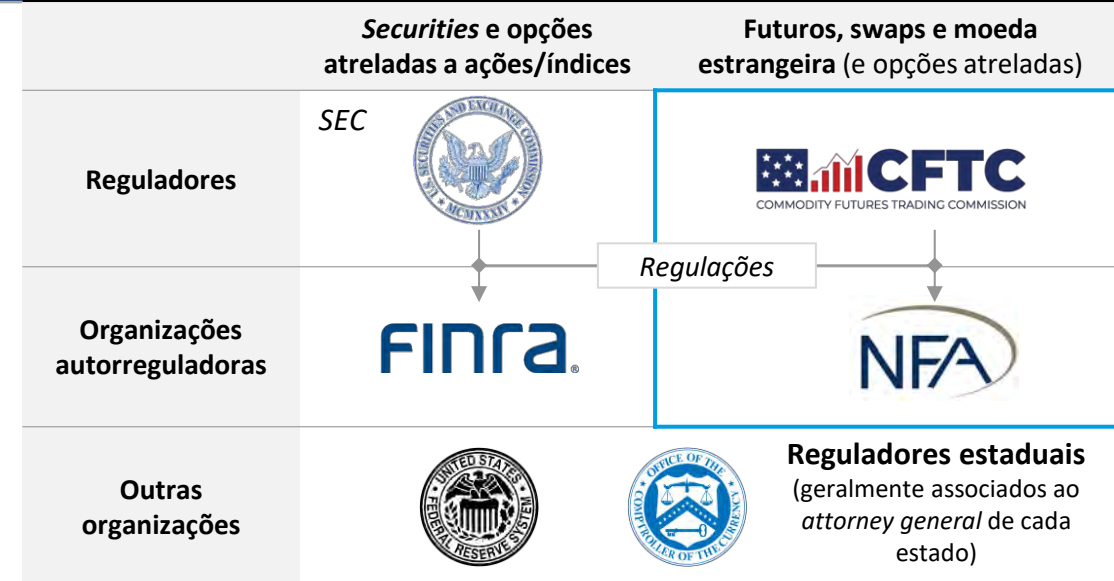
O CFTC realiza um papel similar ao SEC, criado posteriormente (1974, vs 1934 do SEC), mas que foca em contratos futuros, swaps (não atrelados a ações), moeda estrangeira (*ForEx*), e derivativos associados a estes tópicos

- Assim como o SEC, o CFTC é o **último órgão regulador do mercado** que atua, com o poder de aplicar multas, conduzir investigações e acusações (*prosecutions*)
- O Objetivo da organização é similar ao SEC – **promover um mercado competitivo e justo, proteger o investidor**, combate a práticas abusivas e fraude
- Apesar da sua existência anterior à crise de 2008, regida principalmente pelo *Commodity Exchange Act (CEA)*, a **aprovação** do *Dodd-Frank Wall Street reform and Consumer Protection Act* (comumente chamando de ***Dodd-Frank Act***) **expandiu significativamente o escopo e atuação do órgão regulador**, incluindo regras sobre execução de ordens, *swap data repositories* e limites de posição

NFA – *National Futures association*

Similar ao papel da FINRA no mercado de *securities*, a NFA é uma **entidade autorregulatória**, criada pelos seus membros em 1982, com o objetivo de supervisionar a atuação dos membros atuantes no mercado regulado pelo CFTC

- Devido a sua natureza de supervisão, suas **principais regulações são voltadas a supervisão e *guidance*** de seus membros:
 - NFA Compliance rule 2-4*, que requer que seus membros possuam “*high standards*” (altos padrões) de **honra comercial** e se utilizem de **princípios justos e iguais** nas negociações (*Just and equitable principles of trade*)
 - NFA Compliance rule 2-26*, que **adota/reafirma a regulação do CFTC 1.38**, acerca das garantias de execução de que as transações são executadas de forma aberta e competitiva



1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO (4/4)



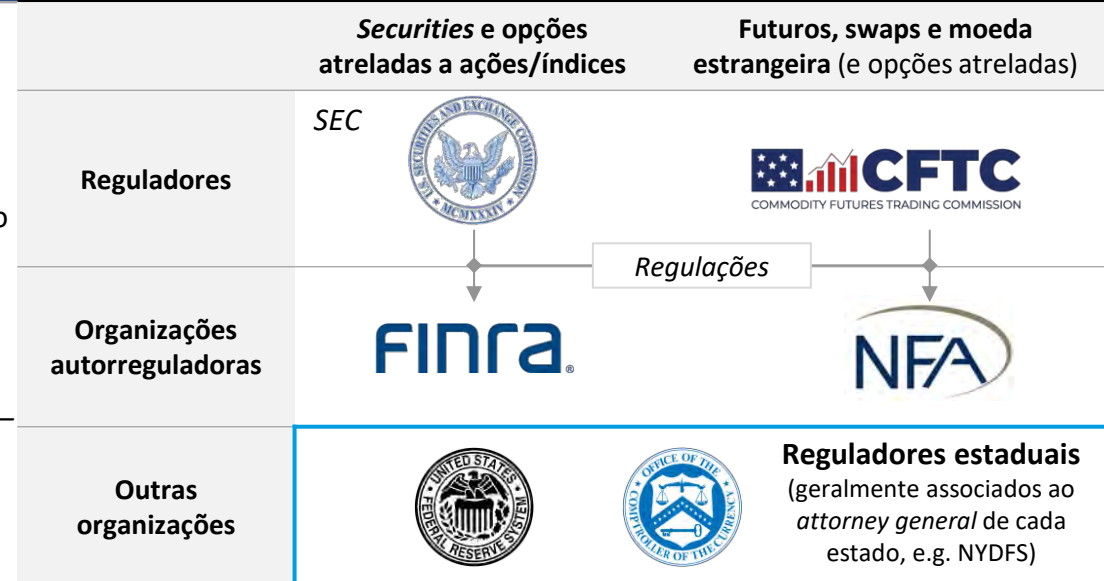
Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Outras organizações

No geral, as **outras organizações possuem um papel secundário** na regulação do mercado de capitais, possuindo uma atuação de apoio e/ou direcionada para tópicos/geografias em específico

- Por exemplo, o **Federal Reserve não atua diretamente no mercado** de *securities* (tampouco no mercado de futuros e swaps, sob o CFTC), mas atua diretamente no mercado de *treasury*, além de **possuir regulações relacionadas a riscos** que instituições financeiras podem tomar, como as *Regulation H* e *Regulation Y*
 - Apesar da supervisão do mercado de *Treasury* americano ainda ser papel do SEC (de acordo com o *Securities Act*, *Securities Exchange Act*, *Government Securities Act of 1983* – 15 U.S.C. § 78o-5); o Fed é o principal responsável por operar e conduzir o mercado primário e secundário de títulos do tesouro americano (em especial o Fed de NY):
 - Federal Reserve Act* (12 U.S.C. § 221): Define responsabilidades gerais do Fed, incluindo a condução de operações *open market* de títulos tesouros
 - Regulation A* (12 CFR Part 201): Mais focada sobre o tópico de liquidez no mercado (*lender of last resort*, janela de empréstimos descontados, etc.)
 - Regulation D* (12 CFR Part 204): Relacionado ao capital mínimo (adequação de capital) dos *broker-dealers* associados ao mercado de *Treasury* americano.
- No mesmo tópico de risco (sistêmico), o *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) possui regras sobre **gerenciamento de risco e controles internos** (12 CFR 30)
- E, por fim, **determinados estados do país possuem regras específicas** (comumente chamadas de *Blue sky laws*), que **regulam a oferta e venda de securities**, com o objetivo de proteger o investidor de fraudes e manipulação do mercado. Esses estados possuem uma espécie de “regulador estadual”, associado a procuradoria (*attorney general*) de cada estado



2. AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS (1/3)



Mais detalhes

Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

A regra *SEC rule 600* define os **principais ambientes de negociação de ativos financeiros permitidos nos EUA** – estes são:

1. **National Exchanges:** **bolsas tradicionais**, reguladas pelo *Exchange Act*, sendo entidades autorreguladas, que atuam em mercados *lits* (visíveis) usuais
2. **Alternative trading systems (ATS):** **Sistemas de negociação alternativos**, são sistemas que se encaixam na definição formal de *National Exchanges*, mas que são isentos de requisitos regulatórios, desde que cumpram com determinadas condições, como:
 - Registrar-se como um **broker-dealer** junto ao SEC, regulado pelo *Security Exchange Act* (1934) – *section 15*.
 - Registrar-se junto a algum autorregulador, como a FINRA. Os ATS não podem criar sua própria autorreguladora
 - Operar ativos que não apenas **títulos públicos** americanos (e.g., tesouro, municipal) e **notas promissórias**
 - Reportar os **requisitos iniciais de operação** (*initial operating report*) junto ao SEC até 20 dias anteriores ao início da operação
 - Cumprir com os requisitos regulatório de *report* e *record keeping*
 - A diferença prática entre um ATS e uma *National Exchange* está em relação a qual regulação rege cada um, requisitos de transparência, padrões de listagem, registro e operação de cada uma delas, incluindo a obrigação do *fair access* e venda de *OTC securities*.
3. **Market-makers (“broker-dealers”):**
 - a) **Exchange market-makers (“dealers”):** **broker-dealers dos mercados americanos**, membros de uma bolsa. Possuem obrigações como *two-sided quotes* (devem prover *bid & ask quotes* de forma contínua), liquidez mínima (*minimum quote size*, caso requerido pela *exchange*), obrigação de honrar *quotes* (FINRA 5220),
 - b) **Wholesalers** (também chamados de *internalizers*): Fazem as atividades de *dealers*, de forma similar ao **Exchange market-makers**, contudo **executam ordens para retail brokers**. Uma vez que eles não estão ligados a uma bolsa em si, eles acabam por **atuar em múltiplos ambientes** (*on & off-exchanges*). Devido a natureza de suas operações, por vezes os *wholesalers* resultam em uma melhor oferta de preço (*price improvement*) ao investidor de varejo vs um *Exchange market-maker*
 - Apesar de não se aplicar apenas a *dark venues*, a maior parte dos *dark pools* existentes são operados por *broker-dealers*, que por vezes são *wholesalers*
 - c) **Outros Broker-dealers:** Categoria geral, que inclui *broker-dealers* que não estão classificados nos ambientes mencionados acima

2. AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS (2/3)


[Mais detalhes](#)

Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

4. Outros ambientes, tais como:

- a) Outros mercados over-the-counter, tais como o *OTC Bulletin Board (OTCBB)* e *Pink Sheets*
- b) *Swap Execution Facilities*, plataformas de negociação de *swaps* e outros derivativos, reguladas diretamente pelo CFTC
- c) *Decentralized exchanges (DEXs)*, que funcionam primariamente no mercado de criptomoedas

Apesar de existem termos como ECNs (Electronic Communication Networks) e Dark pools, estes são ambientes que se encaixam na categoria de Alternative Trading Systems, apesar de possuírem uma ou mais características exclusivas:

- ECNs são um subgrupo de ATS que funcionam com base em sistemas automatizados, mas que executam o mesmo papel de encontrar compradores e vendedores de ordens
- *Dark pools* são ATS que não divulgam informações relacionadas a pré-transação (mas devem, de forma posterior a transação, enviar os dados comumente classificados como de pré-transação – mais detalhes no item 3)

Os ambientes conhecidos como **dark pools** (*Non-transparent Alternative trading systems*) **são regulados por diversas regras**, que permitem desde a operação sem divulgação de informações pré-transação – *rule 301(b)(3)* – até a regulação de divulgação de informações pós-transações – *rule 605 & rule 606* (antigas regras 11Ac1-5 & 11Ac1-6)

- Essas regulações fornecem aos investidores e ao regulador **visibilidade nas movimentações do mercado** como um todo, **balanceando a transparência do mercado com a necessidade de investidores** de realizar negociações sem causar um impacto direto no mercado (e.g., venda de um grande bloco de ações)

2. AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS: DEEP-DIVE (3/3)


[Não Exaustivo](#)
[Voltar](#)

Agência reguladora	Regulação	Regra	
SEC	<i>Regulation NMS (Rule 611)</i>	<i>Order Protection Rule</i>	Obrigatoriedade de executar a negociação no melhor preço disponível
	<i>Rule 15c3-5</i>	<i>Market Access Rule</i>	Criação de controles de risco e procedimentos de supervisão sobre riscos financeiros, regulatórios, e outros riscos associados a operação
	<i>Rule 15c3-1</i>	<i>Net Capital Rule</i>	Manutenção de um nível mínimo de <i>net capital</i> de forma a garantir a execução de suas obrigações financeiras
FINRA	<i>FINRA Rule 5210</i>	<i>Publication of Transactions and Quotations</i>	Garantir que suas cotações publicadas sejam firmes e que honrem essas cotações
	<i>FINRA Rule 5220</i>	<i>Offers at Stated Prices</i>	Obrigatoriedade de comprar e vender títulos aos preços que cotaram
	<i>FINRA Rule 5310</i>	<i>Best Execution and Interpositioning</i>	Obrigatoriedade de conduzir uma diligência razoável para determinar o melhor mercado para um título/ativo e executar as ordens dos clientes ao melhor preço disponível
	<i>FINRA Rule 6433</i>	<i>Minimum Quotation Size Requirements for OTC Equity Securities</i>	Aderência aos requisitos mínimos de tamanho de <i>quote</i> ao cotar <i>OTC Equity securities</i>
CTFC	<i>Regulation 1.35</i>	<i>Records of Commodity Interest and Related Cash or Forward Transactions</i>	Manutenção de registros completos, completos e sistemáticos de todas as transações
	<i>Regulation 1.31</i>	<i>Books and Records Requirements</i>	Manter e preservar todos os livros e registros necessários
NFA	<i>NFA Compliance Rule 2-4</i>	<i>Just and Equitable Principles of Trade</i>	Obrigatoriedade de observar altos padrões (<i>high standards</i>) de honra comercial e princípios justos e equitativos (<i>just and equitable principles</i>) de negociação
	<i>NFA Compliance Rule 2-9</i>	<i>Supervision</i>	Obrigatoriedade de supervisionar diligentemente seus funcionários e agentes na condução de suas atividades em contratos futuros de <i>commodities</i>
ESPECÍFICO DE EXCHANGES	<i>NYSE Rule 104</i>	<i>Dealings and Responsibilities of DMMs (Designated Market Makers)</i>	Obrigatoriedade de manter um mercado justo e ordenado, fornecer liquidez e facilitar a descoberta de preços (<i>price discovery</i>)
	<i>NASDAQ Rule 4613</i>	<i>Market Maker Obligations</i>	Obrigatoriedade em manter um mercado bilateral (<i>two-sided market</i>), relatar transações prontamente e aderir aos requisitos mínimos de <i>quote</i>
	<i>Cboe Rule 8.7</i>	<i>Obligations of Market Makers</i>	Obrigatoriedade em fornecer <i>continuous two-sided quotes</i> (cotação em venda e compra), manter mercados justos e ordenados e aderir aos requisitos mínimos de volume e spread

Esta lista não é exaustiva – *market-makers* também possuem outras obrigações como compliance em AML, proibição de manipulação do mercado, etc.

3. ABRANGÊNCIA DE ATIVOS (1/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Todos os principais ativos financeiros encontrados no mercado possuem pelo menos um órgão **regulador responsável**. A divisão da regulação se concentra entre o **SEC – Securities Exchange Commission** e o **CFTC – Commodity Future Trading Commission**, com **entidades autorreguladoras** que cooperam estes órgãos.

SEC – Securities Exchange Commission

Sob tutela do SEC estão todas as *securities* ligadas direta ou indiretamente a alguma ação e/ou índice e títulos de renda fixa. Estes são:

1. **Equities** (*Securities Act of 1933*)¹
2. **Fixed Income** (*Securities Act of 1933*)¹
3. **Mutual Funds & ETFs** (*Investment Company Act of 1940*)¹
4. **Options** – derivativos ligados **diretamente a algumas das opções** acima (*Securities Exchange Act of 1934 e Regulation NMS*)¹
5. **Securities-based swap** (*Securities Exchange Act of 1934 e Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)¹

CFTC – Commodity futures trading commission

Sob tutela do CFTC estão ativos ligados a contratos futuros, *swaps* (exceto *securities-based*) e moeda estrangeira (*ForEx*). Estes são:

1. **Futures** – contratos futuros (*Commodity Exchange Act of 1936*)¹
2. **Options** – derivativos ligados **diretamente a contratos futuros** (*Commodity Exchange Act of 1936*)¹
3. **Swaps** – exceto *securities-based* (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)¹
4. **Commodities** em geral (*Commodity Exchange Act of 1936*)¹

Contratos em *ForEx* são contratos futuros, ou opções sobre contratos futuros²

- Existe um atual imbrólio regulatório entre qual ente está responsável pelo mercado de criptomoedas

Entidades autorregulatórias (FINRA & NFA)

As entidades autorregulatórias estão diretamente ligadas aos órgãos regulatórios acima, e, apesar de possuírem regulamentações e autoridade própria, atuam em linha com o escopo de ativos de cada um de seus entes regulatórios (FINRA junto ao SEC, e NFA junto ao CFTC)

1. Em geral, essas não são as únicas regulações voltadas para tipo de ativo – mas são as principais regulações que definem a abrangência desta classe de ativo para cada ente regulador; 2. O CFTC também possui uma classificação de “Retail ForEx”, mas em termos de definição, estes são também contratos futuros. Fonte: Coletânea de regulações.

3. ABRANGÊNCIA DE ATIVOS (2/2)



PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

	BOLSAS	ATS <i>Alternative Trading Systems</i>	BROKER-DEALERS	OUTROS AMBIENTES
Ações e índices	✓ ¹	✓	✓	✓
Renda Fixa – <i>Corporate bonds</i>	✓	✓	✓	✓
Renda Fixa – <i>Municipal bonds</i>	≈	✓	✓	✓
Renda Fixa – <i>Treasury bonds</i>	≈	✓	✓	✓
Fundos de investimento e ETFs	✓	✓	✓	✓
Opções	✓	✓	✓	✓
Swap	✗	✓	✓	✓
Futuros	✓	✓	✓	✓
Commodities	✓ ²	✓	✓	✓

Legenda

- ✓ Negociado no ambiente
- ≈ Não é comum/ negociado indiretamente
- ✗ Não é operado neste ambiente

Apesar de não serem negociados diretamente em bolsas, os itens em amarelo podem ser negociados de forma indireta em bolsas, via contratos derivativos, ETFs e outros tipos de investimentos

1. Apesar de serem o item mais comumente negociados em bolsas, determinados grupos de ações não são negociados em bolsas – como *pink sheet stocks* (ações-tostão) e OTC Bulletin Board (OTCBB) stocks. São negociados em bolsas de commodities (e.g., Chicago Mercantile Exchange – CME). . Fonte: Coletânea de regulações.

4. GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

A garantia da melhor execução é um tópico abordado por todos os entes (reguladores e autorreguladores), mas, apesar do SEC e CFTC possuírem regulações acerca do tema (detalhadas abaixo), **são os autorreguladores os maiores responsáveis acerca deste tema**

- SEC: A **principal regulação** sobre o tema é a *Regulation NMS*, especificamente a **rule 611** (*Order protection rule*), que requer que *venues* possuam **políticas e procedimentos que previnam *trade-throughs*** (negociações – *trades* – sendo executadas a preços piores do que o melhor preço disponível)
- CFTC: Possui duas regras mais voltadas ao tema – a *Regulation 1.35* e a *Regulation 23.431*, que versam especificamente sobre **obrigatoriedade de guarda de dados** (para demonstrar posteriormente, se requisitado, os critérios de *best execution*) e uma **comunicação de um modo “justo e balanceado”** sob os princípios de “negociação justa e de boa-fé”, estes que incluem princípios de *best execution* (esta última – a *Regulation 23.431* - sendo específica para contratos e *dealers* de *swaps*)

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

Apesar de já citada em outros tópicos, a FINRA possui duas regras específicas sobre *best execution* – que acabam por se abranger pontos de transparência, mas que são primariamente direcionadas para a garantia de melhor execução. São elas:

- *Rule 5310 (Best execution and Interpositioning)*: Exige que os membros usem uma “diligência razoável” para determinar o **melhor mercado** (em termos de preço) para uma *security* e comprar ou vender em tal mercado, de modo que o **preço resultante para o cliente seja o mais favorável possível** nas condições de mercado prevalecentes
 - Apesar de existir uma regra acerca de negociar um ativo pelo *broker* antes do que pelo investidor (*trade ahead* – *rule 5320*), a própria *rule 5320* já endereça este ponto, uma vez que o “preço resultante para o cliente” não seria o mais favorável. **Outras situações também possuem regras específicas**, mas a *rule 5310* é mais abrangente
- *Rule 2320 (Best Execution and Interpositioning for Non-Equity Securities)*: É similar a *rule 5310*, mas que se aplica **especificamente para *non-equity securities*** (e.g., renda fixa)

NFA – National Futures association

As regras da NFA seguem uma **abordagem mais abrangente**:

- *Compliance rule 2-4 (Just and equitable principles of trade)*, que versa sobre os **princípios justos e altos padrões** no geral – similar aos da FINRA em práticas de *best execution*;
- *Compliance rule 2-36 (Requirements for Forex Transactions)*, que apesar de ser direcionado a produtos *ForEx*, **também segue a mesma lógica** da FINRA *rule 2320*

Todas as regras acima se aplicam a *dark pools*. Não há regras adicionais que recaem apenas sobre *dark pools*, exceto sobre transparência pós-trade (parte do *best execution*), que inclui os dados não divulgados na fase *pre-trade*. Uma vez que o ATS cumpre os requisitos para ser um *dark pool* (mencionados no item 1), este está apto a estas exceções

5. MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Ambas agências regulatórias e autorreguladoras possuem **programas de ressarcimento em casos de má-prática**, mas devido à natureza jurídica dos entes regulatórios (SEC & CFTC), aspectos relacionados a acusação, mandatos, *enforcement actions* são geridos pelos reguladores

SEC – Securities Exchange Commission & CFTC – Commodity futures trading commission

- Securities Investor Protection Act (SIPA) of 1970: fornece **proteção limitada aos clientes de corretoras** que são membros da SIPC¹. Se uma corretora (*broker-dealer*) falhar, a SIPC intervém para recuperar ativos perdidos e compensar os investidores até certos limites (atualmente US\$ 500.000 por cliente, incluindo um limite de US\$ 250.000 para dinheiro).
 - Esta proteção só está **disponível para itens regulados pelo SEC**, não existindo um equivalente para o CFTC
- Como agência regulatória, ambos SEC & CFTC tem poder de lei de conduzir investigações e realizar *enforcement actions* (mandatos, tomada de ativos, etc.), em casos onde se comprovado violação das regras/leis do mercado.
 - O **SEC em específico**, através do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, cria os chamados *fair funds*, onde **distribui ativos recuperados** em casos de má-prática a todos os clientes lesados
 - Já o CFTC possui um **programa de reparações** que permite clientes registrar uma reclamação contra entidades registradas e indivíduos. Se o CFTC julgar procedente a reclamação, pode **ordenar a entidade/indivíduo a ressarcir o cliente**

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority & NFA – National Futures association

- Devido a sua natureza de autorregulação, estas entidades **não atuam diretamente** no ressarcimento de perdas aos investidores
- Contudo, ambas fornecem um **ambiente de mediação e arbitragem**, que, apesar de inicialmente ser desenhado para disputa entre membros e instituições, também permite que mediações ocorram entre membros e investidores. As **mediações e decisões são vinculativas e válidas em um tribunal**

1. Securities Investor Protection Corporation, organização formada por corretoras membros do SIPA. Fonte: Coletânea de regulações

6. REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO (1/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Todos os reguladores americanos (incluindo os autorreguladores) possuem regras explícitas e específicas acerca da transparência em pré-negociação, com um detalhamento claro de quando estes podem ser isentos (que culminam na permissão da existência de *dark trades*)

SEC – Securities Exchange Commission

A principal regulação do SEC, a NMS (*National Market System*) possui diversos pontos acerca da **transparência *pre-trade***, sendo as principais:

- **Rule 602 (quote rule):** Obriga **bolsas e over-the-counter (OTC) market makers¹** a **prover a melhor *bid*** (compra) e ***ask*** (venda) **aos investidores**. A **rule 600** estabelece a existência do NBBO (*National Best Bid Offer*) e as obrigações das bolsas e OTC *market makers*¹ acerca do preço e *spread* atrelados
- **Rule 604 (Display of Customer Limits Order):** Exige que *market makers*² **exibam ordens limitadas do cliente** que melhoram o preço da cotação do formador de mercado ou aumentam o volume da melhor oferta ou oferta, garantindo que as ordens com melhores preços (*bid & ask*) estejam visíveis ao mercado

A **Market Access rule (rule 15c3-5)** requer que *broker-dealers* **implementem mecanismos de gerenciamento de risco e supervisão** para prevenir ordens errôneas e garantir o *compliance* com requisitos regulatórios. Apesar de não endereçar diretamente transparência da pré-negociação, esta regra traz maior acuracidade nos preços (e consequentemente confiança do investidor), contribuindo para a transparência da pré-negociação

Já a **Rule 301(b)(3)** contém as **provisões necessárias para que um ATS possa operar sem a necessidade de fornecer transparência pré-negociação**. As exceções incluem:

- **Limites de volume:** Não mais que 5% do *average daily volume* em 4 dos últimos 6 meses deve ser ultrapassado para algum ativo regulado pelo NMS
 - **Não necessidade de mostrar ordens (Non-display order):** Mesmo caso o volume seja ultrapassado o ATS não precisaria ter transparência *pre-trade* em situações em que a ATS encontra um comprador e um vendedor diretamente para a negociação de um grande bloco (salvo que outros requisitos, listados na **rule 301(b)(5) – Fair access**, sejam atendidos)

Over-the-counter (OTC), por definição, é qualquer transação feita diretamente entre duas partes, sem a supervisão de uma bolsa (por isso, *OTC trading* também é referido como *off-Exchange trading*); 2. Inclui os ambientes de negociação que aglobal quaisquer *broker-dealers* (*Exchange market-makers, wholesalers* e “*outros broker-dealer*”). Apesar de se registrar como um *broker-dealer*, um ATS não é diretamente regulado pela **rule 15c3-5**. Fonte: Coletânea de regulações

6. REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO (2/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

A FINRA também possui regulações diretamente relacionadas a transparência pré-negociação, mas estas tendem a atuar definindo a forma de reporte (e.g., regras, periodicidade):

- *Rule 5210 (Publication of transactions and quotations)*: **Proíbe a divulgação de transações ou cotações fictícias ou errôneas**, o que busca garantir que os investidores tenham acesso a dados mais precisos e confiáveis
- *Rule 6433 (Minimum quotation size for OTC Equity securities)*: Estabelece um **volume mínimo para ordens de market makers em OTC Equity securities** (válidos para todos os ambientes de negociação que trabalham diretamente com OTC Equity securities, i.e., todos os ambientes de negociação exceto bolsas)– de forma a garantir que exista um **interesse mínimo de negociação**, aumentando a acurácia da informação pré-trade (e.g., um market maker não pode fazer múltiplos quotes de baixo volume, de forma a artificialmente criar uma demanda fictícia no market book)
- *Rule 6450 (Restriction on Access Fees)*: **Limita o preço de fees** que um ATS pode cobrar para acessar os quotes. Essa regra **só se aplica a ATSs que negociam de forma lit** (transparente), e não inclui *dark pools* (uma vez que estes nem publicam informações *pre-trade*). Para ações com preço igual ou superior a \$1.00, o preço máximo é \$0.003 por ação¹

CFTC – Commodity futures trading commission & NFA – National Futures association

De forma similar, a CFTC e NFA também possuem regulações semelhantes, **focadas na transparência pre-trade** – com as regulações do CFTC sendo os *core principles* das *parts 37* e *38*, enquanto a NFA se baseia em **regras mais abrangentes e direcionadas** (*NFA compliance rule 2-4* e *2-9*), relacionadas a supervisão e adesão aos princípios e *high standards*. As principais regras do CFTC são:

- *Part 38 – Core principle 9*: requer que os DCMs² provenham um ambiente competitivo, aberto, e eficiente – o que inclui a obrigatoriedade da transparência *pre-trade*
- *Part 37 – Core principle 9 (Timely publication of trading information)*: Exige que os SEFs³ tornem públicas informações oportunas sobre preço, volume de negociação e outros dados de negociação em tempo real (válido para swaps especificamente, nas SEFs³)

1. Uma regra alternativa existe para ações com preços inferiores a \$1.00, que envolve uma ponderação entre o maior dentre duas variáveis. A regra exata (em inglês) pode ser consultada na [regra 6450, no site da FINRA](#); 2. Designated Contracts Markets – bolsas que operam diretamente sobre a regulação do CFTC, que negociam contratos futuros e opções sobre estes contratos. Exemplos incluem a *Chicago Mercantile Exchange (CME)* e a *New York Mercantile Exchange (NYMEX)*; 3. *Swap Execution Facilities*, que são plataformas de transação voltadas para transação de swaps e seus derivativos, reguladas pelo CFTC. Fonte: Coletânea de regulações

7. REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Os principais requisitos de transparência pós-negociação são definidos pelos entes reguladores (SEC & CTFC), enquanto que os entes autorreguladores (FINRA & NFA) possuem regras mais relacionadas a forma com que estes itens são reportados, e auxiliam na disponibilizam pública destas informações. Em termos gerais, o **SEC & CTFC ditam o nível do escrutínio de reporte**, enquanto os entes **autorreguladores ditam a forma, frequência do reporte**, e disponibilizam as informações de forma pública.

SEC – Securities Exchange Commission

- A regulação NMS possui dois artigos (*rule 605* e *rule 606*), que requerem *marker centers* (*venues*¹) e *broker-dealers* a **divulgarem informações** (ao regulador) **acerca do volume e execução de ordens**, velocidade, qualidade do preço, *fill rate*, *entre diversas outras métricas atreladas as ordens negociadas e solicitadas*²
- *Consolidated Audit Trail (CAT) NMS plan*: Requer a **criação de uma trilha de auditoria** que capture informações de ordens e negociações em todos os mercados de ações e opções dos EUA, inclusive de ordens internalizadas
- *Rule 301(b)(9)*: Exige que os **ATSs reportem seu volume de negociação** à SEC e forneçam acesso justo aos seus serviços (exceto em casos onde o *fair access* é isento)
- *Rule 301(b)(2)* e *Rule 301(b)(10)*: Exige que os **ATSs preencham um form ao SEC acerca de suas operações** (em até 20 dias após as negociações), volumes e ordens; e que estes disponibilizem de forma pública detalhes sobre suas operações, quais tipos de ordens negociam, volumes, etc.
- *Regulation ATS-N*: Exige que os ATSs que negociam ações da NMS (regulação do SEC) **apresentem divulgações detalhadas à SEC**, incluindo informações sobre suas operações, tipos de pedidos e procedimentos de execução.
 - Diferem das outras regras [*rule 301(b)(2)* e *rule 301(b)(10)*] devido ao **nível de detalhamento necessário**

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

- As **principais regras da FINRA acerca do tema** são as *rules 6282, 6380A, 6380B, 6622, e 6730*; estas que exigem que os membros relatem transações em *Equities* e títulos de renda fixa aos Trade Reporting Facilities (TRFs) da FINRA, ao Alternative Display Facility (ADF) e ao Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE). A *rule 4552* define o nível de reporte destes itens, que então são utilizados pela FINRA para reporte dos volumes de transações

NFA – National Futures association & CFTC – Commodity futures trading commission

- Ambas CFTC e NFA possuem regras similares ao SEC e FINRA, com diferenças acerca do tempo de reporte e *forms* diferentes, mas na essência semelhantes

1. Ambientes de negociação; 2. A lista completa de métricas está disponível nas regras do SEC: *rule 605(a)(1)* e *rule 605(a)(2)*. Fonte: Coletânea de regulações

8. FORMAS DE REPORTE (1/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

SEC – Securities Exchange Commission

- *Regulation NMS (National Market System)*:
 - *Rule 605 (Disclosure of Order Execution Information)*: Exige que os *venues* façam **relatórios mensais sobre a qualidade de suas execuções comerciais**, incluindo informações sobre velocidade de execução, melhoria de preço e *fill-rates*
 - *Rule 606 (Disclosure of Order Routing Information)*: Exige que os *broker-dealers* **divulguem informações sobre o encaminhamento de ordens de clientes**, incluindo os *venues* para os quais os **pedidos foram encaminhados** e a **natureza de qualquer pagamento** por acordos de fluxo de ordens.
- *Consolidated Audit Trail (CAT) NMS plan*: Requer a **criação de uma trilha de auditoria** que capture informações de ordens e negociações em todos os mercados de ações e opções dos EUA
- *Rule 301(b)(9)*: Exige que os **ATSs reportem seu volume de negociação** à SEC e forneçam acesso justo aos seus serviços (exceto em casos onde o *fair access* é isento)
- *Regulation ATS-N*: Exige que os ATS que negociam ações da NMS (regulação do SEC) **apresentem divulgações detalhadas à SEC**, incluindo informações sobre suas operações, tipos de pedidos e procedimentos de execução
- Apesar de não existir regras que direta e nominalmente se aplicam a *dark pools* e/ou internalização de ordens, determinadas regras da regulação americana possuem um maior escrutínio que recai sobre estas práticas. Por exemplo:
 - *Rule 304(a)(2)(i)*: Requer que ATS divulguem quaisquer conflitos de interesse existente. Como uma parte significativa das *dark pools* são operadas por *broker-dealers* que também realizam operações sobre sua carteira, é necessário divulgar os potenciais conflitos de interesse que podem surgir a partir disto
 - *Rule 301(b)(10)*: Requer que ATS estabeleçam e mantenham salvaguardas e procedimentos para proteger informações confidenciais. Uma vez que, por natureza, há mais informações confidenciais em *dark pools*, esta tem que aplicar procedimentos mais específicos – inclusive para supervisionar seus empregados, que possuem acesso a essas informações (e.g., impedir o *trade-ahead* em caso de grandes ordens)
 - *Rule 301(b)(2)*: Requer que ATS preencham o *form ATS* (documentação solicitada pelo SEC), detalhando operações. Uma *dark pool*, por exemplo, tem que descrever sua *engine de match* de ordens
 - *Rule 304(a)(2)(ii)*: Requer que ATS divulguem suas taxas e quaisquer mudanças nesta. Devido a natureza de não divulgar informações *pre-trade*, *dark pools* devem garantir a comunicação da mudança de taxas (i.e., custo de transação, execução, dados) antes de uma operação, apesar de não divulgar o preço e volume da negociação *per se*

8. FORMAS DE REPORTE (2/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

- *Rules 6282, 6380A, 6380B, 6622, e 6730*; estas que exigem que os membros relatem transações em *Equities* e títulos de renda fixa aos Trade Reporting Facilities (TRFs) da FINRA, ao Alternative Display Facility (ADF) e ao Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)
- *Rule 4552* **define o nível de reporte destes itens**, que então são utilizados pela FINRA para reporte dos volumes de transações
- *Rule 4590* (também conhecida como *rule 7430* devido a um erro de citação da Nasdaq): Obriga que todos os membros **sincronizem os relógios de meios eletrônicos e mecânicos** (*time stamps*), com uma tolerância de 1 segundo em relação ao relógio atômico do *National Institute of Standards (NIST)*. A sincronização deve ocorrer todos os dias antes da abertura do mercado, e, se necessário, durante todo o dia

CFTC – Commodity futures trading commission

- *Part 16 - Reports by Reporting Markets*: Exige que os *Designated Contract Markets* (DCMs¹) e as *swap execution facilities* (SEFs²) **relatem dados de negociação à CFTC** – isso inclui **informações sobre volume de negociação**, contratos em aberto e preços
- *Part 43 - Real-Time Public Reporting*: Requer **relatórios públicos em tempo real de dados de transações e preços de swap**, garantindo a transparência ao público
- *Part 45 - Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements*: Requer **manutenção de registros e relatórios abrangentes de dados** de swap para *Swap Data repositories* (SDRs), de forma que as informações detalhadas sobre transações de *swap* estejam disponíveis para os reguladores
- *Part 20 - Large Trader Reporting for Physical Commodity Swaps*: Exige que os **grandes traders de swaps de commodities físicas** relatem suas posições à CFTC (reporte deve vir diretamente dos *traders*, e não das *venues*)

NFA – National Futures association

- *NFA Compliance Rule 2-36 (Requirements for Forex Transactions)*: Exige que os membros envolvidos em transações em moeda estrangeira (ForEx) forneçam **uma divulgação clara e abrangente de todas as taxas, encargos e outros custos** associados à negociação
- *NFA Compliance Rule 2-49 (Swap Dealer and Major Swap Participant Reporting Requirements)*: Exige que os **traders de swap e principais participantes do mercado** de swap reportem dados aos SDRs em conformidade com os regulamentos da CFTC

1. Designated Contracts Markets – bolsas que operam diretamente sobre a regulação do CFTC, que negociam contratos futuros e opções sobre estes contratos. Exemplos incluem a *Chicago Mercantile Exchange (CME)* e a *New York Mercantile Exchange (NYMEX)*; 2. *Swap Execution Facilities*, que são plataformas de transação voltadas para transação de *swaps* e seus derivativos, reguladas pelo CFTC. Fonte: Coletânea de regulações

9. ALGORITHM TRADING



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Apesar dos reguladores do mercado (SEC e CFTC) possuírem regulamentos abrangentes, são as **entidades autorreguladoras** que possuem **um maior escrutínio** acerca de ***automated/algorithm trading*** sobre seus membros

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

Além de possuir **regras específicas acerca da utilização e supervisão de estratégias** baseadas em negociação via algoritmo, a FINRA também já realizou outras iniciativas que endereçam este tópico de forma mais direta, sem necessariamente ser um regulamento

As principais regulamentações e iniciativas da FINRA nesse aspecto são:

- **Rule 5210: Proíbe a publicação de transações ou cotações fictícias**, que podem ser relevantes para estratégias de *algorithm trading* que podem se aproveitar destas, bem como **restrições** relativas à **execução de autonegociação** por algoritmos únicos ou relacionados ou mesas de negociação
- **Rule 3110 (Supervision)**: A regra define grande parte da abrangência de supervisão necessária a ser instaurada nos membros, mas também **endereço pontos específicos da atuação de *tradings* automatizadas** – considerando a criação e manutenção de um sistema de supervisão das atividades dos associados (aos membros), incluindo aqueles envolvidos em *algorithm trading* de alguma forma (na criação e/ou utilização)
 - A FINRA já **reafirmou que membros que se envolvam em *algorithm trading* são igualmente sujeitos as regulações** do SEC e da FINRA, incluindo a 3110
 - Em 2015, o SEC e a FINRA **lançaram um *guidance* conjunto acerca do tema**, que englobava e clarificava pontos de diversas regulações acerca do tópico

NFA – National Futures association & CFTC – Commodity futures trading commission

Similar a atuação da FINRA acerca do tema, a NFA também possui regulações específicas acerca do tema:

- **NFA compliance rule 2-9 (supervision): Similar ao papel da FINRA rule 3110**, que obriga a supervisão dos seus membros sobre os associados
- NFA Compliance Rule 2-4: relacionado ao *high standards* da organização, **reafirmando sua aplicabilidade** a membros envolvidos em *algorithm trading*

Regulações mencionadas no *guidance*:

FINRA Rule 2010	Regulatory Notice 14-10
FINRA Rule 3110	SEC Regulation NMS
FINRA Rule 5210	SEC Regulation SCI
FINRA Rule 6140	SEC Regulation SHO
NTM 98-96	SEA Rule 15c3-5 (Market Access Rule)
NTM 89-34	

Não existe uma regulação direcionada para *lits* ou *dark venues*, contudo, ***dark venues* que afirmem que proibam a atuação de *High Frequency trading* a seus clientes, mas que de fato possuem esses algoritmos dentro do seu ambiente, estão sujeitas a multas e punições**

MUDANÇAS PROPOSTAS NA REGULAÇÃO – VIA SEC (1/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Ao final de 2023, o SEC propôs a público (e ao mercado) mudanças em relação a *Best execution*, estas que impactam diretamente os ATS em si. As principais propostas se concentravam em:

- *Rule 1100* - Exige que os *broker-dealers* realizem uma *due-diligence* razoável para determinar a melhor execução da ordem a mercado a um título para os clientes
- *Rule 1101* – Exige que *broker-dealers* estabeleçam, mantenham e apliquem políticas e procedimentos escritos para promover a melhor execução de ordens de clientes e revisão da qualidade da execução
- *Rule 1102* – Exige que cada *broker-dealer* revise e avalie o *design* e a eficácia geral de suas políticas e procedimentos de *best execution* pelo menos anualmente e forneça um relatório anual sobre o tema

Apesar da existência atual do conceito de *best execution*, tanto nas regras do SEC (e CFTC) e da FINRA (e NFA), as regras propostas possuem certas diferenças cruciais:

- **Maior escopo** – as regras propostas aumentam o escopo acerca do *best execution*, do seu *report* e das obrigações referentes aos *broker-dealers*. Existe, contudo, uma exceção, incluída nesta proposta, para clientes institucionais quando o *broker-dealer* atua apenas na compra e/ou venda, quando este cliente já realizou sua própria diligência, e exerceu seu julgamento/discrissão acerca daquela operação
- **Maior nível de detalhamento acerca dos procedimentos** – Detalha um maior nível de obrigações sobre os *broker-dealers*, incluindo:
 - Obtenção e acesso a informações *razoavelmente acessíveis* acerca das partes
 - Identificação dos mercados potenciais que oferecem a melhor execução de preço (*best execution*) ao investidor
 - Incorporação de potenciais fontes de liquidez nas práticas de tratamento de pedidos e garantia de acesso eficiente a essas fontes
 - Determinação do melhor mercado e tomada de decisões de *order routing* e execução para pedidos de clientes
- Maior nível de reporte – inclusive, com a obrigação de avaliação de suas políticas e procedimentos, assim com a divulgação de um relatório anual acerca deste

MUDANÇAS PROPOSTAS NA REGULAÇÃO – VIA SEC (2/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ELEMENTOS DESTA DIMENSÃO

Além das regras propostas, em abril deste ano (2024), após 18 meses da proposta de mudança na *Rule 605* da NMS (após 24 anos sem mudanças), o SEC aprovou as seguintes mudanças, acerca dos requisitos de divulgação para ordens cobertas em ações reguladas pela NMS, com o objetivo de melhorar a transparência e a qualidade da execução:

- Escopo expandido para incluir *broker-dealers* com +100 mil contas de clientes
- Expandiu a definição de *covered order* para incluir certas ordens *after-hours*, ordens de preço de parada e ordens de venda a descoberto não isentas
- Modificou as categorias de tamanho de pedido com base no valor nocional em dólares e no tipo de pedido (*fractional, odd-lot, round lot*)
- Estabeleceu quatro novas categorias de tipo de ordem:
 - *Marketable immediate-or-cancel orders*
 - *Market orders with stop prices*
 - *Marketable limit orders with stop prices*
 - *Non-marketable limit orders with stop prices*
- Substituiu três categorias de ordens não negociáveis existentes por quatro novas:
 - *Midpoint-or-better limit orders*
 - *Midpoint-or-better immediate-or-cancel orders*
 - *Non-marketable limit orders*
 - *Non-marketable immediate-or-cancel orders*
- Adicionou uma convenção de *timestamp* (dia, hora, minuto, segundo e milissegundo) e estatísticas de tempo médio de execução necessárias para todos os tipos de pedidos
- Expandiu medidas de qualidade de execução para incluir métricas de *average effective vs. quoted spread, size improvement, e price improvement*
- Obrigatoriedade de relatórios mensais padronizados necessários sobre execuções de ordens e um sumário disponível publicamente
- Obrigatoriedade de relatórios separados para as atividades de corretoras e ATS, bem como para plataformas de *single-dealer*

Definiu uma data de *compliance* 18 meses após a data de vigência (data de vigência em março de 2024)

1.2



UNIÃO EUROPEIA

EMBORA MENOS PERMISSIVA QUE A AMERICANA, A REGULAÇÃO DA UE TAMBÉM POSSIBILITA MÚLTIPLOS ARRANJOS QUE FOMENTAM VÁRIOS AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO



DIMENSÕES	RESUMO
1 FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO	O mercado fica a cargo de reguladores do bloco e por país , e seus participantes principais são as empresas de investimento , os ambientes de negociação , provedores de dados e os investidores
2 AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS	Há cinco tipos de ambientes de negociação permitidos, incluindo bolsas de valores, ambientes multilaterais (MTF e OTF) e sistemas internos de negociação (SI), além de mercado de balcão (OTC) , cada um com regras e permissões distintas
3 ABRANGÊNCIA DE ATIVOS	Os ativos são separados entre duas classes: equity e não-equity , sendo a aplicação de regulamentações específica para cada classe, incluindo ambientes em que pode haver negociação e regras de transparência e reporte
4 GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO	Há obrigatoriedade de tomar todas as medidas suficientes , ao executar ordens, para obter o melhor resultado possível para seus clientes , estabelecendo políticas e fazendo reportes sobre melhor execução
5 MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES	Deve ocorrer uma segregação de ativos de clientes e da instituição e há regulações complementares (ICSD) sobre diretrizes para compensação de investidores em caso de insolvência/falência de empresas de investimento
6 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO	Há obrigatoriedade de transparência de pré-negociação incluindo dados de bid, ask e profundidade , sendo permitida a não-transparência a partir de dispensas regulatórias
7 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO	Informações de pós-negociação devem ser liberadas publicamente, em tempo real e de forma não discriminatória , podendo ser concedidas permissões para atraso
8 FORMAS DE REPORTE	São determinados mecanismos para reporte de informações pré e pós-negociação com tempos máximos determinados para sua divulgação
9 ALGORITHM TRADING	É obrigatório fornecer sistemas, procedimentos e providências eficazes para garantir que os sistemas de negociação algorítmica não criem nem contribuam para condições de negociação desordenadas

1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas¹

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- **European Commission:** responsável pela **criação das diretrizes e regulações** que controlam o mercado em todo o território (MiFID II e MiFIR)
- **European Securities and Market Authority (ESMA):** responsável **por desenvolver normas técnicas regulatórias específicas** que complementam as regulações da *European Commission* além de supervisionar o mercado, coordenando com as NCAs
- **National Competent Authorities (NCA):** os países europeus possuem **autoridades reguladoras nacionais** responsáveis pela **supervisão** das empresas de investimento, ambientes de negociação, **aplicando sanções e monitorando a transparência e integridade do mercado**
 - Exemplos são a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) de Portugal e a Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) da Espanha
- **Empresas de Investimento:** responsáveis por **executar ordens de compra e venda de instrumentos financeiros em nome dos clientes**, fornecer consultoria de investimento, gerir carteiras de investimento e garantir a transparência das transações
- **Ambientes de negociação:** proporcionam **plataformas onde compradores e vendedores podem negociar instrumentos financeiros** de forma transparente e ordenada
 - Uma mesma entidade pode atuar como empresa de investimento e ambiente de negociação, desde que obtenha as licenças e autorizações necessárias para cada uma das funções, além de mantê-las segregadas
- **Provedores de dados:** responsáveis por **coletar, agregar e distribuir dados** de mercado para garantir a transparência e a eficiência do mercado financeiro
- **Investidor:** são **categorizados de acordo com seu tamanho e profissionalidade**, além de poderem ser pessoas ou empresas, sendo que as categorizações determinam o **nível de proteção que cada cliente necessita**

¹ Se refere, nesse contexto, a internalização de ordens/*Systematic Internaliser*
Fonte: MiFIR, MiFID II

2. AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas Mais detalhes

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- O Artigo 4 da MiFID II **define 5 ambientes de negociação de ativos financeiros permitidos**. De acordo com a MiFIR são eles:
 - 1. *Regulated Markets* (RM): **bolsas tradicionais** operadas por administradores de mercado autorizados, podendo incluir plataformas e procedimentos de negociação distintos, sendo o único possibilitado a fazer negociação de ativos no mercado primário
 - 2. *Multilateral Trading Facilities* (MTF): **ambientes multilaterais** de negociação operados por administradores de mercado ou empresas de investimentos, que agregam e cruzam diferentes partes interessadas em negociar, com **negócios executados unicamente com base nas regras pré-estabelecidas no MiFID II**
 - 3. *Organized Trading Facilities* (OTF): **sistemas multilaterais** que não são RM ou MTF em que partes interessadas **podem negociar títulos, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão ou derivativos** (não podendo negociar ativos determinados como *equity*¹)
 - 4. *Systematic Internaliser* (SI): empresa de investimento que, de forma organizada, frequente, sistemática e substancial, **negociam por conta própria ao executar ordens de clientes fora de um mercado regulamentado, MTF ou OTF** sem operar um sistema multilateral, conduzindo operações bilaterais de balcão contra seu próprio livro de ordens. A caracterização pode ocorrer por via de autodeclaração ou obrigatória, uma vez que cumprindo as definições “frequente, sistemático e substancial”:
 - Frequente: Periodicidade de negociação do ativo
 - Sistemático: Quantidade de ordens internalizadas para o ativo em relação ao total de ordens executadas para o mesmo ativos
 - Substancial: Volume financeiros negociado para o ativo em relação ao volume total negociado pela entidade (no agregado de todos os ativos) e total negociado na UE para o determinado ativo)
 - 5. Mercados de balcão (OTC): **ambientes regulamentados residuais**, que não se caracterizam como outros ambientes regulamentados, **não podendo negociar instrumentos de equity**¹ e sem requisitos de transparência pré-negociação
- A liberação de **negociações sem a divulgação de dados pré-negociação** se dão a partir de **dispensas regulatórias** por instituição que apresentam **limites determinados por volume** (detalhamento na sessão 6)
 - De acordo com o Artigo 5 da MiFIR um único estabelecimento, sendo ele RM, MTF ou OTC, pode utilizar das dispensas regulatórias limitado ao **máximo de 4% do volume negociado para um ativo em seus sistemas e a 8% do total agregado negociado na União Europeia para o mesmo ativo**
 - *A atual revisão da regulamentação vai alterar essas porcentagens para um volume único de 7%, porém apenas em abril de 2025*

Durante 18 meses, não haverá limite regulatório para esse tipo de operação

1. ações, recibos de depósito, ETFs, certificados e outros instrumentos financeiros semelhantes

Fonte: MiFIR, MiFID II

© Oliver Wyman

3. ABRANGÊNCIA DE ATIVOS



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- Na regulação MiFIR, os **ativos são divididos em duas classes**:
 - Equity*: para ações, certificados de depósito, ETFs, certificados e outros instrumentos financeiros semelhantes
 - Não-equity*: para títulos, produtos financeiros estruturados, licenças de emissão e derivativos
- O Artigo 23 da MiFIR institui a *share trading obligation* (STO) que estabelece que apenas RM, MTF e SI podem negociar ativos de *equity*
- A aplicação de regulamentações é **específica para essas duas classes de ativos determinadas, porém todos os ativos podem ser negociados via internalização de ordens em ambientes SI**
- Clientes de **varejo, profissionais e institucionais estão inclusos na internalização de ordens**, apesar de existirem requisitos específicos de reporte e transparência para cada um dos grupos

	RM <i>Regulated Markets</i>	MTF <i>Multilateral Trading Facilities</i>	OTF <i>Organized Trading Facilities</i>	SI <i>Systematic Internalizer</i>	OTC <i>Mercados de balcão</i>
Ações e índices	✓	✓	✗	✓	✗
Renda Fixa	✓	✓	✓	✓	✓
Fundos de investimentos e ETF	✓	✓	✗	✓	✗
Opções	✓	✓	—	✓	✓
Swap	—	—	✓	✓	✓
Futuros	✓	✓	—	✓	✓
Commodities	✓	✓	✓	✓	✓

Legenda

- ✓ Negociado no ambiente
- ✓ (verde) Pode ser internalizado
- (laranja) Não é comum nesse mercado
- ✗ (vermelho) Não permitido devido a STO

4. GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO (1/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- De acordo com o Artigo 27 da MiFID II, empresas de investimento são obrigadas a **tomar todas as medidas suficientes, ao executar ordens, para obter o melhor resultado possível para seus clientes**, levando em conta preço, custos, velocidade, probabilidade de execução e liquidação, tamanho, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem
 - Entretanto, quando houver uma instrução específica do cliente, a empresa de investimento deverá executar a ordem seguindo a instrução específica
- Embora outros fatores devam ser considerados, o **preço e o custo são os principais fatores** para a qualidade da execução
 - Para ordens de **clientes de varejo** a avaliação ocorre com base na "**consideração total**" do preço e dos custos
 - Para ativos mais negociados/líquidos, a ESMA afirma que as empresas devem **verificar a imparcialidade do preço proposto para o cliente**
 - Quando houver mais de um local concorrente para executar uma ordem de um instrumento financeiro, as **comissões da própria empresa de investimento e os custos de execução da ordem em cada um dos locais de execução elegíveis devem ser levados em conta** nessa avaliação
- Ao executar ordens de clientes, as empresas de investimento devem levar em conta os seguintes **critérios para determinar a importância relativa dos fatores**:
 - Características do cliente** (incluindo a categorização como varejo ou profissional)
 - Características das ordens do cliente**
 - Características dos instrumentos financeiros objeto da ordem**
 - Características dos locais de execução para os quais essa ordem pode ser direcionada**
- Com relação aos produtos OTC, o Artigo 64 do Regulamento Delegado da MiFID II exige que as empresas verifiquem a imparcialidade do preço proposto ao cliente ao executar ordens ou tomar decisões para negociar produtos de balcão, reunindo dados de mercado da estimativa do preço desses produtos e, comparando com produtos semelhantes
- Em relação a **melhoria de preços** os Artigos 14 e 15 do MiFIR exigem que as **cotações dos SI reflitam as condições de mercado e permitam melhorias de preço** desde que dentro de um intervalo próximo as condições de mercado e **dentro do spread oferecido pela SI** para ativos de *equity*
 - O Artigo 17a (atualização de 2019) aplica o regime de *tick-size* padrão aos SI, alinhando-os aos *trading venues*

4. GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO (2/2)



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- Empresas de investimento têm a obrigação de **estabelecer uma política de execução de ordens assentida pelos clientes e monitorada para garantia de eficácia da política** em fornecer a melhor execução aos clientes
 - A **possibilidade de execução fora da plataforma de negociação precisa estar inclusa** na política, além da obtenção do consentimento de clientes antes de sua ocorrência
 - Em caso de pedido dos clientes ou da autoridade competente, as empresas de investimento devem demonstrar que executaram ordens de acordo com a política
- As empresas precisam **reportar de forma pública** em dois relatórios, anual e trimestral, a qualidade da execução incluindo detalhes técnicos como preço, custos, velocidade, probabilidade de execução, entre outros
 - **Desde fevereiro de 2023 a ESMA despriorizou essas obrigações** em vista a revisão da MiFID II, considerando os relatórios como de baixo custo-benefício
- Logo após a execução, as empresas financeiras também devem **comunicar o cliente do seu local de execução**
- É determinado que MTF e SI devem **divulgar os cinco maiores locais de execução por classe de ativo** e informações resumidas sobre a qualidade de execução das mesmas
- De acordo com o Artigo 23 da MiFID II as empresas de investimento devem **tomar todas as medidas adequadas para identificar e evitar ou gerenciar conflitos de interesse**
 - Quando as medidas tomadas para evitar que conflitos de interesses afetem negativamente os interesses do cliente, a empresa de investimento deve **divulgar claramente** ao cliente a natureza geral e/ou as fontes de conflitos de interesses e as medidas tomadas para mitigar esses riscos antes de realizar negócios em seu nome
- O Artigo 27 da MiFID II ainda cita que **empresas que encaminhem ordens de clientes para um determinado local de negociação de execução não devem receber qualquer remuneração**, desconto ou benefício não monetário para evitar conflitos de interesse
 - A Autoridade holandesa, AFM, declarou que aplica padrões mais altos do que a MiFID II em relação a incentivos, proibindo todos os pagamentos de terceiros relacionados a clientes de varejo
 - A prática de **Payment for Order Flow (PFOF)** ou revenda de fluxos de negociação **não é vedada atualmente**, desde que garantindo a melhor execução, porém devido a preocupações da ESMA relacionadas a conflitos de interesse – empresas de investimento ficam propensas a encaminhar a ordem para o ambiente que pagar as melhores taxas em vez daquele que lhe oferecer o melhor preço – essa prática **será vedada pela regulação a partir de junho de 2026**, e até lá pode ocorrer apenas para clientes do país onde em que a transação é realizada

5. MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- As diretrizes da MiFID II determinam a partir do Artigo 16 que as **empresas de investimento devem realizar a segregação de ativos de clientes e de seus próprios** para proteção em casos de insolvência da empresa
- De forma complementar o Investor Compensation Schemes Directive (ICSD) determina **diretrizes para compensação de perdas de investidores em caso de falência de uma empresa de investimentos** para a União Europeia e é obrigatória para todas as empresas de investimentos autorizadas no bloco
 - Cada Estado-Membro do bloco deve estabelecer um ou mais esquemas de compensação para investidores
 - É estabelecido que o **limite mínimo de compensação oferecido seja de 20.000 euros por investidor**, podendo esse limite ser elevado pelo país
 - As empresas de investimento fazem contribuições regulares para fundos de compensação, garantindo o financiamento de investidores em casos de insolvência e falência de empresas de investimento

6. REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas Mais detalhes

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- Dentro do regime geral, o Artigo 3 e o Artigo 8 da MiFIR determinam a **obrigatoriedade de transparência pré-negociação** para RM, MFT e OTF, sendo o Artigo 14 responsável por determinar essa mesma obrigatoriedade aos SI com pequenas alterações. Não há obrigatoriedade para OTC.
- Informações de **pré-negociação** a serem fornecidas consistem em dados de **bid, ask e profundidade**, assim como indicações de interesse em negociar de maneira contínua ao longo do horário regular de negociação
- De acordo com o Artigo 4 e Artigo 9 da MiFIR, a permissão de mecanismos sem transparência pré-negociação, inclusive de internalização de ordens ocorrem a partir de **concessões de dispensas regulatórias** determinadas as autoridades nacionais por regulações técnicas suplementares (RTS) produzidas pela ESMA
 - As **concessões** determinadas para **ativos equity** são:
 - *Large in scale* (LIS): dispensa para **grandes lotes**, sendo seus parâmetros mencionados na RTS
 - *Reference price waiver* (RPW): Dispensas para **sistemas de negociação onde o preço do ativo é baseado em outra fonte de preço de mercado**, como o ponto médio do spread bid-ask no local de maior liquidez para o ativo
 - *Negotiated price waiver* (NPW): dispensas para **sistemas que formalizam negociações privadas fechadas dentro de parâmetros pré-concebidos** (p. ex.: ativos ilíquidos fora da definição geral de iliquidez da MiFIR que são negociados como percentagem de um preço de referência pré-definido pelo mesmo operador)
 - *Order management facility waiver* (OMF): dispensa para **ordens "escondidas" em livros de ordem ou sistemas de cotações**, reveladas apenas quando condições pré-definidas são atingidas, sem interagir com outras ordens antes da divulgação
 - As **concessões** determinadas para ativos **não-equity**, além da LIS e OMF e dispensa análoga a NPW, são:
 - *Size specific to the financial instrument* (SSTI): dispensa com base no **tamanho da negociação** para sistemas de negociação “request-for-quote” e por voz
 - Iliquidez: para **derivativos não sujeitos à STO** e instrumentos sem mercados líquidos
 - *Exchange for physical* (EFP): para **ordens com propósito de conversão de derivativos** e outros ativos **no ativo físico** subjacente
- As **alterações do regime para SI** são que para ativos considerados sem liquidez as cotações podem ser divulgadas de forma **privada**, apenas para clientes que demandem, além da **isenção automática** de divulgação para ordens **acima do standard market size (SMS)**

7. REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO



Válido para ambos *lit* e *dark venues* Válido para *lit venues* apenas Válido para *dark venues* apenas Mais detalhes

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- De acordo com o Artigo 6 e o Artigo 10 da MiFIR, informações de pós-negociação devem ser **liberadas publicamente, em tempo real e de forma não discriminatória** para garantir a transparência do mercado
- Os Artigos 26 e 27 do MiFIR e os RTS 22 e 23, aplicáveis a empresas de investimento e suas filiais (não pertencentes à UE), fornecem disposições específicas para Relatórios de Transações, com requisitos para:
 - Transações que devem ser informadas
 - Informações necessárias (65 campos a serem informados)
 - Como a transação é informada
 - Para quem e quando
- De acordo com o Artigo 7, estendido aos SI pelo Artigo 20 da MiFIR, para *equity* os ambientes devem divulgar detalhes das transações, incluindo **preço, volume e hora da transação**, com limite de tolerância considerado “tempo real” é de até um minuto, podendo ser concedidas **permissões para atraso**, monitoradas pela ESMA para operações de grandes lotes
 - De acordo com a RTS 1 os atrasos podem ocorrer até o **final do dia ou final do dia seguinte da negociação**, variando de acordo com o tamanho da transação e liquidez do instrumento
- De acordo com o Artigo 11, estendido aos SI pelo Artigo 21 da MiFIR para *não-equity* os ambientes devem divulgar detalhes das transações, incluindo **preço, volume e hora da transação**, com limite de tolerância considerado “tempo real” é de até cinco minutos, podendo ser concedidos **permissões para atraso** para negociações de grandes lotes, acima do SSTI ou ativos ilíquidos
 - De acordo com a RTS 2 os atrasos podem ocorrer entre o **final do dia de negociação, até dois dias da negociação ou até quatro semanas da negociação**, variando de acordo com o tamanho da transação e liquidez do instrumento

8. FORMAS DE REPORTE



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- O arcabouço regulatório prevê possíveis mecanismos para reporte de informações pré e pós negociação, que posteriormente serão consolidadas e divulgadas:
 - RM: os ambientes de negociação podem receber as informações a depender da situação
 - *Approved Publication Arrangement* (APA): definido na MiFIR como autorizado a fornecer serviços de **recepção de informações vindas de SI**
 - *Approved Reporting Mechanisms* (ARM): definido na MiFIR como autorizado a fornecer serviços de **recepção de informações regulatórias** para as empresas financeiras (excluindo RM)
 - *Consolidated Tape Providers* (CTP): definido na MiFIR como autorizado a **consolidar as informações de pré e pós-negociação** vindas de RM, MTF, OTC e APA. Até o momento **não há nenhuma CTP em operação na Europa**, porém foram realizados acordos políticos em 2023 para facilitar a criação de uma CTP
 - Arranjos proprietários: em determinadas ocasiões um **participante regulado pode divulgar dados por meios proprietários**
- De acordo com o Artigo 17 da MiFIR a **divulgação de informações pré-negociação deve ser realizada via RM** (nos quais o ativo esteja listado), **APA ou arranjos proprietários**, sendo a SI obrigada a esclarecer em seu website o meio de divulgação
- De acordo com o Artigo 20 e o Artigo 21 da MiFIR a **divulgação de informações pós-negociação deve ocorrer apenas via APA** e ser **reportadas de maneira única**, garantindo que não exista duplicidade
- De acordo com o Artigo 3 e 8 da MiFIR, os MTFs e OTFs, além de empresas de investimento, são **obrigados a divulgar informações pré-negociação de forma contínua durante o horário de negociação**, exceto em casos de dispensas. **A divulgação pré-negociação não é aplicável para transações OTC**
- De acordo com o Artigo 20 e 21 da MiFIR as informações pós-negociação **devem ser divulgadas o mais rapidamente possível após a execução da transação** e as transações OTC devem ser reportadas a um APA para divulgação
- A comercialização de reportes não gratuitos é regulada, assim é estipulado que a **precificação seja realizada considerando uma margem razoável**, em acessos individuais e com informações sobre as condições de acesso, de forma não discriminatória e sem venda casada com demais serviços
- O Artigo 12 da MiFIR especifica que **informações de pré-negociação e pós-negociação devem ser divulgadas separadamente e liberadas gratuitamente após 15 minutos**
- *Há requisitos de reporte de melhor execução que foram concentrados na sessão 4 desse reporte*

9. *ALGORITHM TRADING*



Válido para ambos *lit* e *dark venues*

Válido para *lit venues* apenas

Válido para *dark venues* apenas

PRINCIPAIS ASPECTOS REGULATÓRIOS

- De acordo com o descrito no Artigo 17 da MiFID II as empresas de investimento devem fornecer **sistemas, procedimentos e providências** eficazes para garantir que os **sistemas de *algorithm trading* não criem nem contribuam para condições de negociação desordenadas**
 - É necessário implementar sistemas de monitoramento e controle, realizar testes e validações rigorosas, manter registros detalhados, garantir a resiliência e continuidade dos sistemas, e estabelecer uma governança robusta para supervisionar suas atividades de *algorithm trading*
- Os sistemas de *algorithm trading* das empresas de investimento devem ter capacidade suficiente, estar sujeitos a limites de negociação adequados, impedir o envio de ordens errôneas e não funcionar de forma a contribuir para um mercado desordenado
- Os **requisitos sobre *algorithm trading* aplicam-se de forma abrangente a todas as atividades de negociação**, independentemente do tipo de cliente ou classe de ativo
- O Artigo 48 da MiFID II completa que o **RM deve garantir que os sistemas de *trading* operando em suas plataformas não causem interrupções de mercado**, através de sistemas de monitoramento, mecanismos de controle e definição de requisitos claros para o acesso das empresas de investimento aos seus sistemas de *trading*, além de garantia de capacidade e resiliência

DETALHAMENTO AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS



Voltar <<

	1. RM <i>Regulated Markets</i>	2. MTF <i>Multilateral Trading Facilities</i>	3. OTF <i>Organized Trading Facilities</i>	4. SI <i>Sistematic Internalizer</i>	5. OTC Mercados de balcão
Ambiente/sistema multilateral	✓✓	✓✓	✓✓		
Negociação de ativos <i>equity</i>	✓✓	✓✓		✓✓	
Negociação de ativos <i>não-equity</i>	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Participação no mercado regulamentado	✓✓	✓✓			
Condução de operações bilaterais diretas			✓✓	✓✓	✓✓
Requisitos de transparência pré-negociação	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	
Requisitos de transparência pós-negociação	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Flexibilidade de negociação		✓✓	✓✓	✓✓	✓✓

DISPENSAS POR TIPO DE ATIVO EM CADA REGIME DE TRANSPARÊNCIA



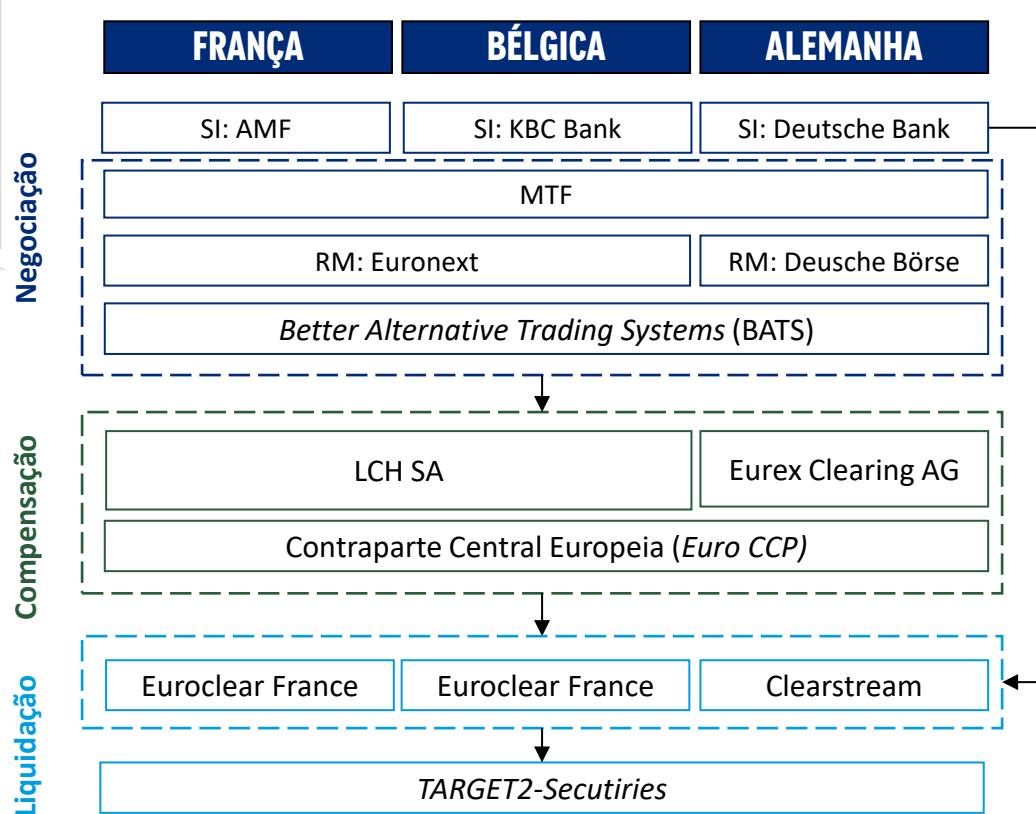
Voltar <<

TIPO DE ATIVO	TIPO DE DISPENSA	REGIME DE TRANSPARÊNCIA	
		PRÉ-NEGOCIAÇÃO	PÓS-NEGOCIAÇÃO (ATRASSO)
Equity	Pela iliquidez do ativo	Devem fornecer as cotações apenas de maneira privada aos clientes que demandarem	Podem ser concedidas por reguladores nacionais
	Pelo tamanho da ordem	Podem valer-se das dispensas LIS concedidas por reguladores nacionais Para SI há isenção automática para ordens acima do SMS – as cotações podem ser de 10% a 100% do SMS	
Não-equity	Gerais, válidas para ativos líquidos	Divulgação ocorre publicamente apenas sob demanda de algum dos clientes do SI e concordância do SI	N/A
	Por iliquidez do ativo	Divulgação ocorre privadamente apenas sob demandas de clientes específicos e concordância da SI	Podem ser concedidas por reguladores nacionais
		Podem valer-se das dispensas por iliquidez concedidas por reguladores nacionais	
	Por tamanho da ordem	Isenção automática de transparência pré-negociação para negócios acima SSTI no caso de sistemas <i>request-for-quote</i> e negociação por voz	Podem valer-se das dispensas LIS e SSTI concedidas por reguladores nacionais
		Podem valer-se das dispensas LIS e SSTI concedidas por reguladores nacionais	

AMBIENTE DE NEGOCIAÇÃO/PÓS NEGOCIAÇÃO E SEGREGAÇÃO DE CONTAS

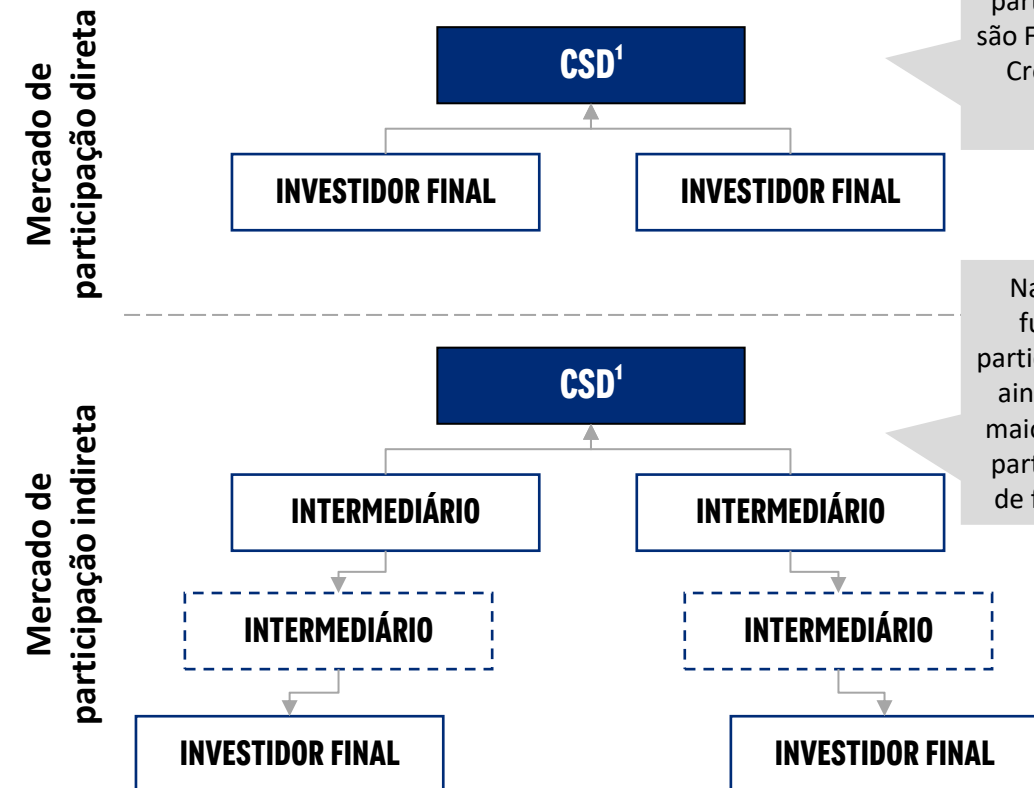


Configuração do mercado de Equities



A configuração foi alterada ao passo que houve um crescimento de movimentos de **integração** da negociação, compensação e liquidação na Europa

Mercado de detenção direta VS indireta



Os países que mais operam com participação direta são Finlândia, Grécia, Croácia, Malta e Eslovênia²

Na EU os países funcionam via participação indireta, ainda que em sua maioria permitam a participação direta de forma opcional

Ambos formatos podem ocorrer na Europa, uma vez que o **cliente tem o poder de escolher** entre contas segregadas ou contas ômbus

1. Depositário central de valores mobiliários; 2. Noruega, Sérvia, Montenegro e Macedônia também utilizam desse formato, mas não são participantes da União Europeia

Fonte: European Central Bank, ECSDA

1.3



REINO UNIDO

REINO UNIDO: AVALIAÇÃO REGULATÓRIA (1/2)



A regulação de mercado financeiro do Reino Unido, **Financial Services and Markets Act 2023 (FSMA 2023)** partiu da regulação e diretivo da União Europeia (MiFIR e MiFID II), com **alterações específicas em algumas das dimensões regulatórias** que em termos gerais garantem uma abertura maior do mercado, garantindo maior flexibilidade e poder para o regulador, Financial Conduct Authority (FCA). Assim serão pontuadas as diferenças entre as regulações e explicitadas as dimensões em que não houveram mudanças significativas

DIMENSÕES	ALTERAÇÕES
1 FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO	<ul style="list-style-type: none"> Os reguladores foram alterados, ao passo que demais funções (empresas de investimento, ambientes de negociação, provedores de dados e investidor) foram mantidas: <ul style="list-style-type: none"> <i>Financial Conduct Authority</i> (FCA): responsável pela supervisão e fiscalização das empresas financeiras, proteção do consumidor, regulação do mercado financeiro, implementação de regras da FSMA 2023 (escrita pelo Parlamento do Reino Unido) e orientação para empresas <i>Prudential Regulation Authority</i> (PRA): responsável por promover a estabilidade do sistema financeiro, realização da supervisão prudencial e gestão de riscos sistêmicos <i>Bank of England</i> (BoE): responsável pela formulação e implementação da política monetária, trabalhando junto ao FCA e PRA para promover a estabilidade financeira, monitorando riscos sistêmicos e implementando políticas macroprudenciais
2 AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS	<ul style="list-style-type: none"> O FSMA revogou a STO¹ determinada na MiFIR, permitindo que OTF e OTC operem ativos de <i>equity</i> Houve a revogação do limite de operações por dispensas regulatórias (DVC), não impondo limites nos volumes de negociação que podem ocorrer sem a divulgação de informações pré-negociação (<i>dark-pool</i>) <ul style="list-style-type: none"> O órgão regulador FCA deve garantir a integridade do mercado, porém não há limites para internalização de ordens
3 ABRANGÊNCIA DE ATIVOS	Sem alterações significativas
4 GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> Desde 2016 a prática de Payment for Order Flow (PFOF) é vedada no Reino Unido O FCA como regulador tem liberdade para fazer alterações e permissões relacionadas a garantia de melhor execução, ainda que não tenham ocorrido alterações regulatórias

REINO UNIDO: AVALIAÇÃO REGULATÓRIA (2/2)



DIMENSÕES	ALTERAÇÕES
5 MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES	<ul style="list-style-type: none"> O Financial Services Compensation Scheme (FSCS) é o esquema de compensação independente do Reino Unido, criado para proteger os consumidores quando as empresas autorizadas pelo FCA e PRA falham O FSCS tem cobertura de investimentos de até 85.000 libras por cliente, por empresa de investimentos, e o processo para compensação dos consumidores é realizado pelo FSCS <ul style="list-style-type: none"> Além disso a cobertura funciona para produtos de depósitos bancários, seguros e hipotecas
6 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> O FCA passou a ser responsável por criar regras para impor a divulgação de informações pré-negociação, garantindo a formação eficiente de preços e a avaliação justa dos ativos financeiros de acordo com sua avaliação própria, mas reduzindo a quantidade de informações que as empresas são obrigadas a divulgar O FCA passou a ser responsável pelas dispensas regulatórias relacionadas a transparência pré-negociação, tendo ele o poder de alterá-las ou impedir sua aplicação caso determine que pode gerar problemas para a formação de preço ou que estejam em discordo com as condições de compliance
7 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> O FCA passou a ser responsável por criar regras para impor a divulgação de informações pós-negociação, garantindo a formação eficiente de preços e a avaliação justa dos ativos financeiros de acordo com sua avaliação própria
8 FORMAS DE REPORTE	<ul style="list-style-type: none"> O FCA implementou mudanças nos requisitos de relatório, com o objetivo de aumentar a simplicidade e eficiência: <ul style="list-style-type: none"> Redução e consolidação dos campos que demandavam respostas para reduzir a complexidade Introdução de formatos padronizados para submissão dos relatórios Permissão de envio de relatórios agregados cobrindo múltiplas transações O FCA passou a ter poder regulatório sob o Data Reporting Services Regulador (DRSPs) e fez uma consulta de propostas em 2023 para criação de CTO para <i>bonds</i>
9 ALGORITHM TRADING	Sem alterações significativas

ABRANGÊNCIA DE ATIVOS POR AMBIENTE DE NEGOCIAÇÃO



	RM <i>Regulated Markets</i>	MTF <i>Multilateral Trading Facilities</i>	OTF <i>Organized Trading Facilities</i>	SI <i>Sistematic Internalizer</i>	OTC <i>Mercados de balcão</i>
Ações e índices	✓✓	✓✓	✓	✓	✓
Renda Fixa	✓✓	✓✓	✓✓	✓	✓✓
Fundos de investimentos e ETF	✓✓	✓✓	✓	✓	✓
Opções	✓✓	✓✓	—	✓	✓✓
Swap	—	—	✓✓	✓	✓✓
Futuros	✓✓	✓✓	—	✓	✓✓
Commodities	✓✓	✓✓	✓✓	✓	✓✓

Legenda

- Negociado no ambiente
- Negociado no ambiente assim como na UE
- Pode ser internalizado¹
- Não é comum nesse mercado¹
- Não permitido devido a STO

O Reino Unido não considera a STO

1. Igual a União Europeia
Fonte: FSMA 2023, FCA Handbook
© Oliver Wyman

DETALHAMENTO AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS



CARACTERÍSTICAS POR AMBIENTE	1. RM <i>Regulated Markets</i>	2. MTF <i>Multilateral Trading Facilities</i>	3. OTF <i>Organized Trading Facilities</i>	4. SI <i>Sistematic Internalizer</i>	5. OTC <i>Mercados de balcão</i>
Ambiente/sistema multilateral	✓✓	✓✓	✓✓	⊗	⊗
Negociação de ativos <i>equity</i>	✓✓	✓✓	✓	✓✓	✓
Negociação de ativos <i>não-equity</i>	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Participação no mercado regulamentado	✓✓	✓✓	⊗	⊗	⊗
Condução de operações bilaterais diretas	⊗	⊗	✓✓	✓✓	✓✓
Requisitos de transparência pré-negociação	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	⊗
Requisitos de transparência pós-negociação	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Flexibilidade de negociação	⊗	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓

Legenda

✓ Característica única do RU ✓✓ Característica igual a UE ⊗ Característica não apresentada em ambas regiões

1.4



ÁFRICA DO SUL

NA REGULAÇÃO DA ÁFRICA DO SUL, HÁ ALGUNS ASPECTOS ESPECÍFICOS QUE O DIFERENCIAM DE EUA E EU, E TRAZ MAIOR SEMELHANÇA COM O BRASIL



DIMENSÕES	RESUMO
1 FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO	O regulador e supervisor do mercado é o FSCA e as bolsas de valores também tem o papel de monitorar seus membros , sendo a bolsa principal do país (JSE) também atuante na compensação e custódia
2 AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS	Existem dois ambientes regulatórios permitidos, as bolsas de valores (quatro existentes, a maior delas com ~98% de <i>market share</i>) e o mercado de balcão não regulado para instrumentos de derivativos apenas
3 ABRANGÊNCIA DE ATIVOS	Os ativos são segregados em três grupos a partir de regras divergentes na transação dos mesmos: Equity, Bonds e Derivativos
4 GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO	Diretrizes apesar de promoverem a obtenção do melhor resultado possível para os clientes ainda são ambíguas e geram falta de concordância no mercado, com previsão de atualização em 2025
5 MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES	Há regulações e fundos de garantia estabelecidos para proteção de investidores em caso de insolvência ou falência de membros do mercado, além de órgãos independentes que garantem apoio a investidores em casos de disputas
6 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ-NEGOCIAÇÃO	Para ordens hidden e fora do livro , não são divulgadas informações pré-negociação
7 REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PÓS-NEGOCIAÇÃO	Informações pós negociação são divulgadas pelas bolsas de valores imediatamente após sua liquidação
8 FORMAS DE REPORTE	As bolsas de valores fazem o reporte de informações pré e pós negociação
9 ALGORITHM TRADING	Não há requerimentos regulatórios , ainda que a bolsa principal atue no tópico por escolha própria

Não há requerimentos regulatórios relacionados a reportes de forma geral, ainda que a **atualização do Financial Market Act** deva incluir requerimentos semelhantes a de demais geografias como Europa

FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO



1. FUNÇÕES DENTRO DA ESTRUTURA DO MERCADO

O Companies Act no. 71 de 2008 , é a regulação primária que abrange todas as empresas registradas e incorporadas a África do Sul

o Financial Markets Act no. 19 de 2012 (FMA) regula o mercado financeiro no país e o Financial Sector Regulation Act no. 19 de 2017 determina o Financial Sector Conduct Authority com poderes nesse mercado

- **Financial Sector Conduct Authority (FSCA):** responsável por regular e supervisionar a conduta de instituições financeiras que são licenciadas de acordo com a lei com iniciativas como investigações de negligências e informações falsas
- **Bolsa de Valores:** a principal bolsa de valores da África do Sul é a **Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE)** que também toma o papel de monitorar os seus membros e implementar obrigações sobre eles, como é o caso das regras e diretrizes para transações de *equity* e para transações de derivativos
- **Central Securities Depositary (CSD):** a Strate² é a CSD da África do Sul e atua como depositária central de valores mobiliários, facilitando a liquidação e o registro de transações de títulos
- **Câmaras de compensação:** garantem a liquidação e compensação das transações, reduzindo o risco de contraparte e assegurando que as operações sejam concluídas de forma eficiente. A principal câmara de compensação da África do Sul é da própria JSE, apesar de ser uma entidade separada das demais.
- **Serviços de custódia:** mantém e protegem os ativos financeiros dos investidores, garantindo a segurança e a integridade dos títulos e facilitando a administração de ativos. O principal serviço de custódia da África do Sul é da própria JSE, apesar de ser uma entidade separada das demais.
- **Corretoras e empresas de investimento:** são responsáveis pela negociação entre as partes, realizando compra a venda de ativos financeiros em nome de seus clientes e são membros da JSE, devendo seguir suas regulações
- **Investidores:** são divididos entre investidores individuais, institucionais e estrangeiros, sendo os clientes das transações financeiras

1. Inclui empresas que podem realizar serviços de negociação financeiras, investimento, custódia e corretagem monetária. 2. Nome da empresa atuante como CSD
Fonte: FSCA, JSE

AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO E ABRANGÊNCIA DE ATIVOS



2. AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO PERMITIDOS

Existem dois ambientes de negociação permitidos:

- **Bolsas de valores:** reguladas pelo **Financial Market Act 2012 (FMA)** e supervisionadas pelo **FSCA**
 - Atualmente, existem quatro bolsas de valores no país sendo que a JSE é a maior delas com aproximadamente 98% de *market share*, valor que caiu desde 2022 devido ao aumento de presença da segunda bolsa, a A2X
 - Existem **mecanismos e aberturas na regulação para transações fora do livro de ordens e transações *Hidden*** que ocorrem dentro do livro de ordens em que não são reportadas informações pré-negociação
 - Ambos formatos de transação mantêm obrigações de reporte pós negociação e transparência, uma vez que passam pelas bolsas
- Mercado de Balcão: **não regulado**, em que podem ocorrer negociações entre as partes **sem necessidade de reporte** para instrumentos de **derivativos apenas**

3. ABRANGÊNCIA DE ATIVOS

- O **Financial Markets Act** determina que os **títulos regulados** são: ações, recibos de depósito e outras ações equivalentes em empresas públicas, debêntures e títulos emitidos por empresas públicas, empresas estatais públicas, o Banco de Reserva da África do Sul e o Governo da República da África do Sul e instrumentos derivativos
- Esses títulos são **listados nas bolsas de valores** e assim segregados de acordo com as regras que cobrem cada um deles. De acordo com os regulamentos da JSE, os ativos são separados nas **categorias**:
 - **Equity:** ações, recibos de depósito e outras ações equivalentes¹
 - **Bonds:** debêntures e títulos emitidos por empresas públicas, empresas estatais públicas, o Banco de Reserva da África do Sul e o Governo da República da África do Sul
 - **Derivativos:** incluindo futuros, opções e swaps
- Apenas ativos determinados como **derivativos podem ser negociados fora da bolsa de valores**

1. As informações regulatórias presentes nesse resumo focam em instrumentos de Equity
Fonte: FSCA, JSE

REQUISITOS MELHOR EXECUÇÃO



4. GARANTIA DE MELHOR EXECUÇÃO

- A regulação do mercado Financial Market Act 2012 da FSCA não inclui regras ou requisitos de melhor execução, porém desde em meados de 2017/2018 foi incluído uma **emenda que inclui requisitos de melhor execução**
 - A melhor execução pode ser descrita como a **obtenção do melhor resultado possível para os clientes, levando em conta o preço, os custos, a velocidade, a probabilidade de execução e liquidação, o tamanho, a natureza** e qualquer outra consideração relevante sobre a execução da ordem
 - Essas regras ainda geram ambiguidade sobre quem são os responsáveis pela garantia de melhor execução, ao passo que a **atualização do Financial Market Act 2012** está sendo realizada e deve ser divulgada em 2025
- Existem **requisitos de melhor execução implementados para os membros das bolsas de valores**, e uma vez que todas as transações reguladas precisam passar por uma das bolsas, esses requisitos acabam sendo virtualmente obrigatórios para todos os membros
- De acordo com as regras para produtos *equity* da JSE de 2022, os membros devem aderir ao princípio de melhor execução, buscando o **melhor resultado disponível para o cliente, agindo de acordo com os termos do mandato acordado com o cliente**
 - Como forma de garantia, todas as transações de *equity* devem ser conduzidas pelo livro de ordens, a não ser que a transação se encaixe nos critérios para transação fora do livro e a prática seja do interesse do cliente
 - Transações **fora do livro** não tem seu preço e volume divulgado até que tenham sido liquidadas, ainda que sejam **executadas dentro da bolsa**, e uma vez que são acordadas entre membros **não existe uma garantia de liquidação**
 - Também podem haver **Pegged Hidden Orders**, transações em que as **informações pré-negociação não são divulgadas** mas que **ocorrem dentro do livro**, assim seu preço deve ser a **melhor oferta disponível de bid-ask até o mid-point** e é necessário que tenham o **tamanho mínimo** para se qualificarem nesse formato
- A regulação FMA ainda apresenta diversas **cláusulas focadas em integridade de mercado e preço**, com punições severas para empresas que não cumprem com as regras
 - Todas as **empresas são obrigadas a compartilhar as informações de preço e demais taxas cobradas pelos serviços** de forma transparente ao cliente
- De acordo com o FMA as infraestruturas de mercado devem tomar **todos os passos necessário para evitar, eliminar divulgar e gerenciar possíveis conflitos de interesse** entre suas funções regulatórias e seus serviços comerciais
- A JSE ainda conta com sua **política para conflitos de interesse**, que aborda como a instituição, e seus membros, devem aderir ao FMA

MECANISMOS DE RESSARCIMENTO PARA INVESTIDORES



5. MECANISMOS DE RESSARCIMENTO DE PERDAS DISPONÍVEIS PARA INVESTIDORES

- A JSE apresenta o **JSE Guarantee Fund**, fundo estabelecido para proteger investidores contra perdas financeiras resultantes de falência ou insolvência dos membros da JSE
 - Os investidores podem acessar o fundo a partir de apresentação de uma reclamação avaliada pela JSE
 - O valor máximo a ser ressarcido por investidor não deve ultrapassar 500.000 Rands e é determinado que o fundo deve manter pelo menos 50 milhões de Rands em ativos líquidos a todos os momentos
- O Financial Sector Regulation Act 9 de 2017 estabeleceu o **Tribunal de Serviços Financeiros**, órgão independente que revisa decisões dos reguladores e apoia investidores que apelem para o tribunal em casos de injustiça
- Outras entidades independentes como o **Ombudsman for Financial Services** e o **FAIS** são responsáveis por resolver disputas entre investidores e instituições financeiras, que realizam investigações, aconselhamento e recomendações de ressarcimento

REQUISITOS DE TRANSPARÊNCIA PRÉ E PÓS NEGOCIAÇÃO



6. PRÉ-NEGOCIAÇÃO

- Como determinado pelas regras do Financial Reporting Standards Council (FRSC), as regras de reporte estão de acordo com o International Financial Reporting Standards (IFRS)
- Para ordens *Hidden* não há divulgação de informações pré-negociação
- Para **ordens fora do livro** as informações devem ser compartilhadas com a bolsa de valores imediatamente, porém **não são levadas ao público** até que a transação já tenha sido liquidada
 - Para transações fora do horário comercial, as informações devem ser enviadas em **até 45 minutos antes da abertura do mercado no dia seguinte**
- As transações fora do livro podem ocorrer caso participem de algum dos **casos determinados na regulação de equities da JSE**, sendo que sua negociação ocorre sem restrições de preço e sem garantia
 - Para que uma transação ocorra fora do livro, ela deve seguir um dos critérios que são, em sua maioria, relacionados a transações de grande valor, acordos corporativos, transferências de riscos financeiros, e proteção financeira entre membros ou clientes apesar de diferirem em aspectos como a participação de contrapartes estrangeiras, necessidade de notificação pública e valor mínimo
- **Não há requerimentos regulatórios** relacionados a informações pré-negociação, ainda que a **atualização do Financial Market Act deva incluir** requerimentos semelhantes a de demais geografias como Europa

7. PÓS-NEGOCIAÇÃO

- Como determinado pelas regras do Financial Reporting Standards Council (FRSC), as regras de reporte estão de acordo com o International Financial Reporting Standards (IFRS)
- A bolsa de valores em que ocorrem todas as liquidações de transação em *equities* apresentam as informações de **preço, volume e tempo de execução** para transações dentro ou fora do livro de ordens imediatamente após da negociação
- **Não há requerimentos regulatórios** relacionados a informações pós-negociação, ainda que a **atualização do Financial Market Act deva incluir** requerimentos semelhantes a de demais geografias como Europa

REQUISITOS DE REPORTE E *ALGORITHM TRADING*



8. FORMAS DE REPORTE

- Os reportes de pré e pós negociação devem ser **realizados pelas empresas de investimento e bolsas de valores**, que utilizam sistemas de negociação para transmissão de informação em tempo real
- Não há regulações que abordem requisitos de reporte de melhor execução
- **Não há requerimentos regulatórios** relacionados a reportes, ainda que a **atualização do Financial Market Act deva incluir** requerimentos semelhantes a de demais geografias como Europa

9. *ALGORITHM TRADING*

- **Não há requerimentos regulatórios** relacionados a *algorithm trading*, ainda que a **atualização do Financial Market Act deva incluir** requerimentos semelhantes a de demais geografias como Europa, como obrigatoriedade de implementação de sistemas de monitoramento e controle de riscos
- A maior bolsa de valores do país, JSE, já possui controles internos relacionados a risco e *algorithm trading*, para garantia de que os sistemas de não criem e nem contribuam para condições de negociação desordenada, ainda que isso seja uma escolha de boa prática e não um requisito regulatório

1.5
AUSTRÁLIA



DESDE 2010, AVANÇOS REGULATÓRIOS FORAM FEITOS EM RELAÇÃO AO DARK TRADING, COM MUDANÇAS DE ALTO IMPACTO EM 2013 E 2017



Principais atualizações sobre os regulamentos ATS na Austrália

Inclua regulamentos propostos

Não exaustivo, fora de escala

2001

Australian Securities and Investments Commission Act 2001:

- Fornece um Comitê Consultivo de Corporações e Mercados que permite o poder da ASIC

Corporations Act 2001 and Financial Services Reform Act 2001 (emendas à primeira)

- Aumenta o alcance regulatório e as responsabilidades de supervisão da ASIC, incluindo integridade de mercado

2011

A Chi-X Australia inicia suas operações:

- Fim do monopólio da ASX, pois introduz concorrência no mercado

Regras de Integridade de Mercado ASIC (Concorrência nos Mercados de Câmbio) 2011:

- Estabelece princípios regulamentares para todos os participantes no mercado, abrangendo domínios como os movimentos extremos de preços, melhor execução, transparência pré e pós-negociação e responsabilidades dos operadores de mercado

2017

Regras de Integridade de Mercado ASIC (Mercados de Valores Mobiliários) 2017

- Cria uma regra geral para todos os participantes, consolidando uma única regulamentação, incluindo governança, suspensões de negociação, dados regulatórios e outros

2023

Atualização das Regras de Integridade do Mercado:

- Versão atualmente válida do MIR que incluiu algumas das alterações de 2018-2022 como relatório de dados regulatórios
 - As principais alterações foram a proibição do Pagamento por Fluxo de Pedidos e a aplicação de novas regras de resiliência operacional tecnológica

2010

Financial Market Supervision Act 2010 (emenda à Corporations Act 2001):

- Forneceu a base legal para a ASIC emitir Regras de Integridade de Mercado (MIRs), regendo a ASX e quaisquer outros futuros participantes no cenário da bolsa

Regras de integridade do mercado ASIC (Mercado ASX):

- Os regulamentos visavam criar justiça em um mercado fragmentado, com foco na gestão de riscos e transparência

2013

Alterações às Regras de Integridade do Mercado:

- A ASIC divulga alterações propostas especificamente para abordar dark pools e negociação de alta frequência (HFT), abrangendo relacionamentos com clientes, práticas de negociação e requisitos de transparência

2018-2022

Emendas ao Corporations Act 2001 e MIR:

- Diversas emendas cobrindo uma variedade de tópicos à medida que as exceções do COVID-19 foram lançadas
- Durante o período, muitas das alterações foram revogadas, enquanto as aceites foram acrescentadas ao regulamento
 - Como exemplo, houve a remoção do limite de penalidades em caso de violação regulatória até março de 2022, que foi revogado em setembro do mesmo ano

1.6



CANADÁ



MUITAS EMENDAS E MUDANÇAS FORAM FEITAS NOS REGULAMENTOS DO CANADÁ, A PRINCIPAL EM OUTUBRO DE 2018, COM A REDUÇÃO DOS REQUISITOS DE CONECTIVIDADE



Principais atualizações sobre os regulamentos ATS

Apenas regulamentos de nível federal

Não exaustivo, fora de escala

2001/DEZ

Instrumento Nacional 21-101 (NI 21-101) e (NI 23-101):

- **Estabeleceu a estrutura regulatória inicial para ATS**, exigindo que eles se registrassem como corretores de investimento e cumprissem os requisitos de transparência e relatórios
 - NI 23-101 definiu regras sobre relatórios de ordens e transações, transparência e acesso justo ao mercado

2012/OUT

Outras emendas à NI 21-101 e NI 23-101:

- Mais focado em proteger os investidores em um ambiente de negociação complexo
 - Impulsionado pelo aumento da negociação de alta frequência
- Aumento do nível de comunicação de informações sobre ordens e informações comerciais e medidas de conflito de interesses

2018/OUT

Mudanças na OPR – a regra fazia parte do NI 21-101 e do NI 23-101:

- Considerada a mudança mais importante nos regulamentos do ATS, a regra:
 - Reduziu requisitos de conectividade, que não exigiam mais que o ATS se conectasse a todos os outros mercados
 - Introduziu regras e medidas para controlar as taxas de dados de mercado, que se tornaram um problema no ambiente canadense (p.ex, limitou as taxas a US\$ 0,0030 por título de capital com um preço acima de US\$ 1)
 - Mudou o foco para a melhor execução (embora existisse antes) para substituir o requisito de conexão com todos os marketplaces (para garantir o melhor preço do investidor)

2007/FEV

Emendas às NI 21-101 e NI 23-101:

- Essas emendas se concentraram em aumentar a transparência e a justiça do mercado. As principais mudanças incluíram **requisitos de relatórios mais rigorosos para ATSS**, medidas para **garantir acesso justo** aos serviços ATS e maior **transparência das informações** de ordens e transações

2016/ABR

Documento de Consulta da CSA sobre a Estrutura Regulatória ATS:

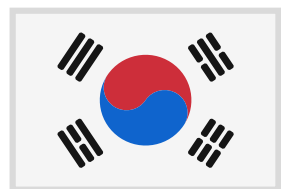
- Os Administradores de Valores Mobiliários Canadenses (CSA) publicaram um documento de consulta buscando **feedback sobre possíveis mudanças na estrutura regulatória do ATS**.
- O artigo teve como objetivo abordar a evolução das condições de mercado e os avanços tecnológicos. Ele buscou informações sobre questões como fragmentação do mercado, negociação de alta frequência e **custos associados aos dados de mercado**.
 - O documento foi divulgado próximo ao aviso de mudanças no OPR (Regra de Proteção de Pedidos)

2020/JUL

Outras emendas à NI 21-101 e NI 23-101:

- Aumentou o nível de detalhes necessários para relatar informações de ordens e transações
- Revisou os preços e os limites das taxas de dados de mercado

1.7



COREIA DO SUL

APESAR DO FSCMA PERMITIR A OPERAÇÃO DE ATS JÁ EM 2009, O PRIMEIRO ATS DA CORÉIA – NEXTRADE – IRÁ INICIAR A OPERAÇÃO APENAS EM 2025



Principais atualizações sobre os regulamentos ATS na Coreia do Sul

Inclui regulamentos propostos - datas promulgadas, a menos que sinalizado diferentemente

Não exaustivo, fora de escala

2009/FEV

Financial Investment Services and Capital Markets Act – FSCMA (publicado em 2007):

- Uma modernização do *framework* regulatório; **permitiu o estabelecimento de *alternative trading systems* (ATS)** e permitiu que as corretoras **internalizassem as ordens**
- A lei também estabeleceu diretrizes para a operação de empresas de valores mobiliários e plataformas de negociação

2015/JUL

Novas emendas acerca do FSCMA – supervisão regulatória:

- As emendas à FSCMA incluíram disposições que **aprimoraram a supervisão regulatória dos ATS**
- Essas mudanças se concentraram em práticas de **gerenciamento de risco, requisitos operacionais** e a necessidade dos ATS de **manter capital e liquidez adequados...**
 - ... Com o objetivo de garantir que os ATS operem de forma consistente, transparente e trazer mais proteção ao investidor

2021 EM DIANTE

Ajustes contínuos:

- O regulador (FSC) realizou alterações pontuais na *framework* regulatório, em especial sobre ATS:
 - Controles de *compliance* e *best execution* mais rígidos
 - *Guidelines* sobre avanços tecnológicos (inclusive AI)
 - Melhoria no controle supervisorio (incluindo por parte da KRX)

2013/AGO

Emendas acerca do FSCMA – requisitos de reporte mais rígidos:

- A Comissão de Serviços Financeiros (*Financial Services Commission* – FSC) **implementou requisitos de relatórios mais rígidos para negociações internalizadas**
 - As corretoras eram **obrigadas a relatar ordens internalizadas à KRX** (bolsa coreana), garantindo que essas negociações fossem visíveis para os reguladores e ajudando a manter a integridade do mercado

2020/JAN

Guidelines for trading efficiency – regras da KRX (bolsa coreana):

- A KRX introduziu novas diretrizes destinadas a melhorar a eficiência e a transparência da negociação em plataformas alternativas
- Estas orientações incluíam **medidas destinadas a reforçar a concorrência entre as plataformas de negociação**, promover as melhores práticas de execução e assegurar que os ATS proporcionassem um acesso equitativo a todos
 - As diretrizes também **enfatizaram a importância dos avanços tecnológicos** na negociação e a necessidade de as plataformas adotarem as melhores práticas na execução de ordens

2024/MAI

Anúncio do primeiro ATS do país:

- No primeiro trimestre de 2024, o regulador (FSC) **anunciou a abertura do primeiro ATS no país – Nextrade**
- Inicialmente reportado por agências de notícias com o início da operação ainda em 2024, o regulador e a empresa **confirmaram o início no primeiro semestre de 2025**

DEEP-DIVE: APESAR DA REGULAÇÃO FAVORÁVEL – CAPITANEADO PELO FSS –, O MERCADO NÃO SE INTERESSOU POR DARK POOLS & ATS, LEVANDO A UMA AUSÊNCIA DESTES NO PAÍS



Principais entidades do mercado

Coreia do Sul

Reguladores
Ente privado



- Regulador principal do mercado, mas com foco no aspecto legislativo (criação de leis e normas de funcionamento)
 - Principal responsável pela instauração da legislação – em 2009 – de ATS, com o objetivo de se aproximar a mercados mais modernos, em especial EUA e EU
- Possui um papel de *formentador do crescimento do mercado*



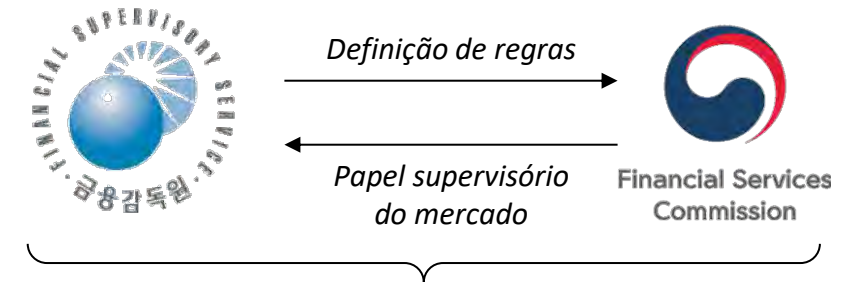
- Outro regulador do mercado (similar ao SEC e a CVM)
- Responsável primariamente pela proteção ao investidor
 - Possui uma abordagem mais conversadora, voltada para o funcionamento e supervisão do mercado



- Bolsa Sul-Coreana, resultado da integração da KSE, *Korea Futures Exchange* e KOSDAQ em virtude da *Korea Stock & Futures Exchange Act* (2005)
- Responsável pelo reporte e divulgação de todas as negociações do mercado sul coreano
- Todas as transações (*lits* ou *darks*) devem ser consolidadas por ela, cobrando taxas de *clearing*, *settlement* e sistemas – o que dificulta ATS a oferecerem menores custos
- Possui uma forte presença & *lobby* junto ao governo

Dinâmica do mercado coreano

O porquê de, apesar da regulação favorável, não existir ATS/*dark pools* atualmente



Apesar de cooperar fortemente em diversas áreas, após a legislação de ATS & dark pools (em 2009), um dos maiores conflitos entre as agências se refere ao *disclosure* de posições acima do limite regulatório (de 5%, similar ao limite americano)

Como isso afeta o mercado de ATS e *dark pools*:

- Uma vez que o mercado coreano é significativamente menor que o americano (USD 2 tri, ~5% do valor do S&P 500); o **limite de disclosure de 5%** é, em termos absolutos, **consideravelmente inferior** ao americano
 - Por ser um valor baixo, **muitas das estratégias** que se utilizam de *dark liquidity* são impactadas – resultando em **um menor interesse do mercado**
- Aliado a isto, a bolsa coreana oferece **custos relativamente baixos de negociação**, que não estimula a internalização/*ambientes alternativos*
 - Atualmente, apenas o Goldman Sachs possui um ambiente de internalização ativo no país, sem presenças de *dark pools* (apesar da permissão via regulação)

1.8



HONG KONG

APESAR DO FSCMA PERMITIR A OPERAÇÃO DE ATS JÁ EM 2009, O PRIMEIRO ATS DA CORÉIA – NEXTRADE - IRÁ INICIAR A OPERAÇÃO APENAS EM 2025



Principais atualizações sobre os regulamentos ATS na Coreia do Sul

Inclui regulamentos propostos - datas promulgadas, a menos que sinalizado diferentemente

Não exaustivo, fora de escala

2001 – 2003

Securities and Futures Ordinance (SFO):

- Estabelecimento de um novo *framework* regulatório acerca do ambiente de *securities* e contratos futuros de Hong Kong
 - Estabeleceu as bases para o funcionamento de ATS
- Em 2003, a *Securities and Future Commission* (SFC) lançou uma consulta pública para coleta de *feedbacks* acerca da regulação de ATS (e potenciais novas regras)
 - A consulta foi focada em fragmentação do mercado e proteção ao investidor

2006

Introdução a *dark pools* e consulta pública:

- Em 2006, a SFC reconheceu a existência de *dark pools*, e como forma de atrair essas empresas, adaptou a regulação de ATS para incluir provisões para *dark pools*:
 - Remoção da necessidade de requerimentos de transparência *pre-trade*
 - Obrigatoriedade de reporte de *post-trade* diretamente a bolsa de Hong Kong

2018 – 2020

Ajustes regulatórios:

- Durante 2018 a 2020, o regulador implementou novos requisitos específicos aos *dark pools*, entre eles
 - Maior foco na resiliência operacional, com controles e procedimentos para evitar abusos
 - Obrigatoriedade de manutenção de registros acerca da natureza das negociações
 - Instauração de procedimentos e políticas para gerenciamento de risco e compliance com a legislação

2004

Novas *guidelines* acerca de ATS:

- Com base na consulta pública realizada em 2003, o regulador (SFC) lançou um novo conjunto de regras para ATS:
 - Obrigou aos ATS se registrarem junto ao SFC
 - ATS devem implementar ferramentas de gerenciamento de risco, em especial sobre risco operacional e financeiro
 - Novos requisitos de *compliance*
 - Implementou requisitos de reporte de negociação e aumentou a supervisão do órgão acerca destas *venues*

2010 – 2011

Consulta pública sobre *dark pools* e novos requisitos:

- Em 2011, após uma nova consulta pública acerca da atuação das *dark pools* (realizada um ano antes), a SFC lançou novas regras sobre estes:
 - Definiu um intervalo de tempo de reporte das ordens executadas para o mesmo dia (alterado para 1 – 15 minutos após a execução posteriormente)
 - Obrigatoriedade em agregação de dados para melhor consulta do regulador (a ser utilizada em potenciais investigações)

2021 EM DIANTE

Updates na regulação geral de trading platforms:

- Acerca de ATS/*dark pools*, não houve novas mudanças na regulação, tampouco consultas públicas...
- ... Contudo, o regulador passou a estudar a possibilidade “*virtual alternative trading platforms* (VATPs)”, que funcionam de forma similar a um ATS, mas focados em ativos digitais (e.g., criptomoedas)
 - A regulação proposta (ainda não vigente) seria separada dos ATS atuais, sem impacto relevante a estes

PRESSUPOSTOS, QUALIFICAÇÕES E CONDIÇÕES LIMITANTES

- Este relatório apresenta as informações exigidas pelos termos do contrato da Oliver Wyman com a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD (CNPJ 43.452.531/0001-28), e é elaborado na forma expressamente exigida por este. A separação ou alteração de qualquer seção ou página do corpo principal deste relatório é expressamente proibida e invalida este relatório.
- Este relatório não se destina à circulação geral ou publicação, nem deve ser usado, reproduzido, citado ou distribuído para qualquer finalidade que não aquelas aqui estabelecidas, sem a prévia autorização por escrito da Oliver Wyman.
- As informações fornecidas por terceiros, nas quais todo ou parte deste relatório se baseia, são consideradas confiáveis, mas não foram verificadas. As informações públicas e os dados do setor e estatísticos, incluindo, sem limitação, dados de vários mercados de capitais globais onde estudamos o impacto da internalização de ordens sobre volumes de mercado e spreads, bem como informações sobre como a internalização de ordens é implementada nesses mercados, são de fontes que consideramos confiáveis; no entanto, não fazemos qualquer declaração quanto à precisão ou completude de tais informações e as aceitamos sem verificação adicional.
- As conclusões contidas neste relatório podem incluir previsões baseadas em dados atuais e tendências históricas. Tais previsões estão sujeitas a riscos e incertezas inerentes. Em particular, os resultados reais podem ser impactados por eventos futuros que não podem ser previstos ou controlados, incluindo, sem limitação, mudanças nas estratégias de negócios, o desenvolvimento de futuros produtos e serviços, mudanças nas condições de mercado e da indústria, o resultado de contingências, mudanças na gestão, mudanças na legislação ou regulamentações. A Oliver Wyman não assume responsabilidade por resultados reais ou eventos futuros.
- As opiniões expressas neste relatório são válidas apenas para o propósito aqui declarado e na data deste relatório. Nenhuma obrigação é assumida de revisar este relatório para refletir mudanças, eventos ou condições que ocorram após a data deste documento.
- Todas as decisões relacionadas à implementação ou uso de conselhos ou recomendações contidas neste relatório são de exclusiva responsabilidade da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD (CNPJ 43.452.531/0001-28). Este relatório não representa aconselhamento de investimento nem fornece uma opinião sobre a equidade de qualquer transação para quaisquer partes.
- A Oliver Wyman não terá qualquer responsabilidade perante terceiros em relação a este relatório ou a quaisquer ações tomadas ou decisões feitas como consequência dos resultados, conselhos ou recomendações aqui estabelecidos.



A business of Marsh McLennan