



**Parecer Jurídico solicitado pela
Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores
Mobiliários, Câmbio e Mercadorias - ANCORD**

Grasiela Cerbino

28 de outubro de 2024.

Sumário

I. Contexto	4
II. Análise acerca da conformidade de adoção do modelo aos princípios que regem a regulamentação do mercado de capitais.....	7
(a) A Lei nº 6.385/76 e os princípios que regem a regulamentação do mercado de capitais.....	7
(b) Internalização de ordens à luz do desenvolvimento do mercado de capitais	10
(b.1) A relevância do investidor de varejo para o desenvolvimento do mercado de capitais	11
(b.2) A relevância do setor de intermediação na atração do fluxo de varejo	12
(b.3) A criação de incentivos para o setor de intermediação	14
(c) Internalização de ordens à luz dos demais princípios estabelecidos no artigo 4º da Lei 6.385/76.....	16
(c.1) A internalização de ordens e o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão	17
(c.2) A internalização e a proteção dos investidores	21
(i) A internalização e a proteção dos investidores em vista dos princípios da Lei nº 6.385/76	22
(ii) A internalização e a proteção dos investidores em vista do atual funcionamento do mercado de capitais	24
(d) Internalização de ordens à luz dos princípios da CVM para regulação do mercado de capitais	28
(e) Conclusão parcial	28
III. Análise acerca da necessidade de alteração do arcabouço legal brasileiro para fins de adoção do modelo de internalização de ordens.....	30
(a) Análise em vista do disposto na Lei nº 6.385/76	30
(b) Análise em vista do disposto nas Leis nº 6.404/76 e 12.810/13	31
(c) Conclusão parcial.....	35
IV. Impactos regulatórios da adoção de arquitetura de mercado que permita a internalização de ordens.....	36
(a) Histórico da regulamentação e arcabouço regulatório vigente.....	36

(b) Negociação	38
(b.1) O modelo de internalização via infraestruturas de mercado de balcão organizado	38
(b.2) O modelo de internalização em sistemas próprios dos intermediários	40
(b.3) As regras de transparência nos mercados	42
(i) A relevância da transparência	44
(ii) Análise regulatória à luz da adoção do modelo de internalização de ordens	46
(c) Pós-negociação	47
(c.1) Liquidação física e a atividade de depósito	48
(c.2) Liquidação financeira	50
(d) O dever de melhor execução e a regulamentação em vigor	52
(e) Conclusão parcial	55
V. Síntese das respostas aos quesitos	58
(i) A internalização de ordens se enquadra nos princípios que regem o mercado de valores mobiliários brasileiro?	58
(ii) É necessária alteração de Lei para permissão de internalização de ordens?	59
(iii) Quais são as alterações regulatórias para permissão da internalização de ordens?	59
(iv) As regras de identificação do beneficiário final na depositária central seriam óbice para a internalização de ordem?	61
(v) Quais seriam os critérios para aferir o cumprimento da regra de <i>best execution</i> pelos internalizadores de ordens (artigo 20 da Resolução CVM nº 35 de 26 de maio de 2021)?	62

I. Contexto

1. A Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") divulgou o Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 de 9 de maio de 2024 ("Edital" ou "Tomada de Subsídios")¹ que tem por objeto colher comentários acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório ("AIR") sobre Internalização de Ordens publicado na mesma data.
2. A discussão regulatória sobre o tema da internalização de ordens iniciou-se em 2007, no contexto da Audiência Pública SDM 06/07, que deu origem à Instrução CVM nº 461/2007. À época, a opção regulatória pela não admissão de negociação de valores mobiliários fora do mercado organizado foi fundamentada essencialmente na ausência de mecanismos que centralizassem e consolidassem informações acerca das ofertas inseridas e dos negócios fechados em diferentes mercados, bem como na necessidade de aprimoramento da regulamentação do dever de melhor execução dos intermediários.
3. Em 2015, as discussões sobre o assunto foram retomadas e potencializadas a partir do processo administrativo disciplinar conduzido pela BSM Supervisão de Mercados que envolveu o produto chamado "*client-facilitation*", cuja acusação teve por fundamento o entendimento de que o casamento de ordens diretas intencionais² entre a corretora e o cliente na presença de ordens de demais clientes da corretora violaria a regra de prioridade

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24**. Rio de Janeiro, 09 de maio de 2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/edital_tps_asa_012024_internalizacao.pdf.

² As ofertas diretas intencionais já existiam à época e eram reguladas por normativos internos da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, porém elas "(...) não foram concebidas para serem instrumentos de internalização sistemática por investidores de varejo" In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 139. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf>.

preço-tempo, constituindo-se como mecanismo de preterição, vedado pela Instrução CVM nº 505/11.³

4. Dessa discussão nasce um procedimento de internalização de ordens proposto pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), que consistiu essencialmente na adoção pela respectiva infraestrutura de mercado de novas regras de registro de ofertas diretas em ambiente de mercado organizado de bolsa, chamado de *Retail Liquidity Provider* (RLP), mecanismo esse aprovado pelo Colegiado da CVM em 2019, em experimentação controlada, e recentemente em caráter definitivo para os minicontratos de dólar dos Estados Unidos e de Ibovespa.⁴

5. No bojo das discussões sobre a Resolução CVM nº 135/22, realizadas no âmbito da Audiência Pública SDM 09/2019, o tema da internalização de ordens foi também objeto de nota, tanto pelos participantes de mercado, quanto pela CVM, tendo essa última ressaltado que o assunto seria discutido em momento oportuno. Naquela oportunidade se reconheceu que as questões regulatórias primordiais teriam sido superadas, como a questão da consolidação de dados – sobre a qual concluiu-se que poderia ser objeto de autorregulação – e a formalização do dever de melhor execução – que foi regulada na Resolução CVM nº 35/2021.

6. Desse histórico de discussões nasce a louvável iniciativa da CVM pela Tomada de Subsídios para análise do problema regulatório em questão.

³ O tema foi objeto do Processo Administrativo Disciplinar (“PAD”) 012/2016 movido pela BSM Supervisão de Mercados contra o Grupo XP Investimentos (“XP”).

⁴ Digno de nota que o processo de experimentação controlada do RLP foi realizado em algumas fases, nas quais estudos sucessivos foram realizados. Os resultados da primeira fase levaram à ampliação do programa, que inicialmente era realizado com minicontratos de dólar e Ibovespa, também para as ações – quanto a esse último ativo, o mecanismo de RLP continua em fase de experimentação controlada. Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado nº 27**, de 13 de agosto de 2024. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1.html.

7. Neste contexto, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias ("ANCORD" ou "Consultante"), na qualidade de entidade representativa dos interesses do setor de intermediação do mercado de capitais brasileiro, apresentou-nos consulta que tem os seguintes quesitos:

- (i) A internalização de ordens se enquadra nos princípios que regem o mercado de valores mobiliários brasileiro?
- (ii) É necessária alteração de Lei para permissão de internalização de ordens?
- (iii) Quais são as alterações regulatórias para permissão da internalização de ordens?
- (iv) As regras de identificação do beneficiário final na depositária central seriam óbice para a internalização de ordens?
- (v) Quais seriam os critérios para aferir o cumprimento da regra de *best execution* pelos internalizadores de ordens (artigo 20 da Resolução CVM nº 35 de 26 de maio de 2021)?

8. Para tratar dessas questões, este parecer está dividido em 5 (cinco) seções, incluindo esta primeira parte que traz breve relatório do tema e dos quesitos formulados na consulta. A segunda parte busca explicitar os princípios que regem a regulamentação do mercado de capitais brasileiro. A terceira seção abordará a análise acerca da conformidade de adoção do modelo de internalização de ordens ao arcabouço legal brasileiro, a partir de um exame da Lei nº 6.385/76, bem como da Lei nº 12.810/13, que pauta a atuação das infraestruturas de compensação e liquidação. A quarta seção, por sua vez, tratará dos impactos regulatórios da adoção do modelo no que diz respeito à negociação e pós-negociação. Por fim, a quinta parte deste parecer consistirá na resposta aos quesitos apresentados.

II. Análise acerca da conformidade de adoção do modelo aos princípios que regem a regulamentação do mercado de capitais

9. Nesta seção, busca-se demonstrar que a adoção do modelo de internalização de ordens no Brasil está em linha com os princípios que regem o mercado de capitais. Isso porque dentro do mandato legal atribuído à CVM, aquele de desenvolvimento do mercado de capitais assume papel relevante. Opções regulatórias que não atendam a esse objetivo precisam encontrar justificativa nos mandatos específicos também previstos no diploma legal. Nessa medida, eventuais prejuízos ao funcionamento dos mercados aventados de maneira abstrata não devem representar obstáculos à adoção de políticas regulatórias que visem o desenvolvimento do mercado, em particular na presença de evidências empíricas de que a internalização é mecanismo apto a promover melhoria da eficiência do mercado. A adoção do modelo não significa, no entanto, que não se deva atuar, caso necessário, na coibição de eventuais abusos que possam ocorrer.

10. Por decorrência, a adoção dessa nova arquitetura de mercado está alinhada aos direcionadores delineados pela Lei nº 6.385/76, que devem pautar a atividade regulatória.

(a) A Lei nº 6.385/76 e os princípios que regem a regulamentação do mercado de capitais

11. O mercado de valores mobiliários brasileiro é regulado pelas disposições da Lei nº 6.385/76 ("Lei nº 6.385/76" ou "Lei do Mercado de Capitais"), a qual instituiu a CVM, disciplinou as regras para seu funcionamento e suas competências e atribuições.

12. A Exposição de Motivos conjunta que deu origem à Lei nº 6.385/76 e à Lei das Sociedades por Ações tratou dessas leis como um corpo normativo destinado a "fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais", almejando "assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação

de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas”.⁵ Buscava-se, em última análise, criar um arcabouço legal que reforçasse o mercado de capitais brasileiro.⁶

13. Para cumprir com esse objetivo, a Lei nº 6.385/76 estabeleceu competências específicas ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e à CVM. As competências conferidas à CVM nos termos do artigo 8º da Lei nº 6.385/76 intitulam esse regulador de poderes amplos para regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, todas as matérias previstas na Lei do Mercado de Capitais.

14. Embora amplos, tais poderes não são absolutamente irrestritos. Isso porque, além de observar a política definida pelo CMN, o mandato legal da CVM (aliás assim como aquele do CMN) teve seus balizadores também fixados na Lei nº 6.385/76, *in verbis*:

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

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

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

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

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

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

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

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

⁵ BRASIL. **Exposição de Motivos nº 197**, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Mensagem que acompanhou o Projeto de Lei do que viria a ser a Lei nº 6.385/1976.

⁶ “Os Projetos de Lei reconheciam como fundamental uma estrutura jurídica que reforçasse o mercado de capitais de risco no Brasil, bem como que o funcionamento regular desse mercado exigia a tutela do Estado por meio de uma agência governamental especializada no exercício das funções de política do mercado, de modo a evitar as distorções e abusos a que estaria sujeito.” *In*: NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 14.

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

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”⁷

15. Tal previsão não é desprovida de propósito. A atividade de regulação é essencialmente uma atividade que pode envolver um alto grau de competição entre diferentes valores sociais.⁸ Muitas vezes a escolha pela tutela de um determinado valor social envolve a renúncia de um outro valor igualmente importante. E a escolha pelo regulador do bem jurídico a ser protegido representativo daquele valor social não é uma escolha trivial.⁹

16. Nos parece que a leitura do artigo 4º deva ser entendida nessa perspectiva. Ou seja, a própria Lei estabeleceu princípios que são instrumentais à atuação do regulador e que, portanto, se prestam a estabelecer direcionadores e parâmetros para a sua atuação, em particular; mas não só, também as situações em que valores potencialmente dignos de tutela estatal possam competir entre si.

17. Nesse sentido, nos parece relevante analisar como a eventual adoção do modelo de internalização de ordens se compatibiliza ou não com os princípios estabelecidos na Lei do Mercado de Capitais. É o que faremos a seguir analisando primeiramente a internalização

⁷ Lei nº 6.385/76, Artigo 4º.

⁸ O tema da tensão na tutela de valores sociais é amplamente discutido no conceito dos princípios constitucionais e direitos fundamentais: “Os direitos, cujos limites não estão fixados de uma vez por todas, mas que em certa medida são ‘abertos’, ‘móveis’, e, mais precisamente, esses princípios podem, justamente por esse motivo, entrar facilmente em colisão entre si, porque sua amplitude não está de antemão fixada.” *In*: STEINMETZ, Wilson Antônio. **Colisão de direitos fundamentais e princípio da proporcionalidade**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2001, p. 63.

⁹ Tanto é que, à luz do mandato legal do artigo 3º, inciso III da Lei nº 6.385/76, que estabelece que “Compete ao Conselho Monetário Nacional (...) fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições”, a CVM propôs e o CMN aprovou os fundamentos e princípios da atuação do regulador “[P]ara assegurar que o seu trabalho seja coerente com as expectativas da sociedade e dos entes regulados”. **Regulação e Autorregulação**. Brasília, 29 set. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao#:~:text=Para%20assegurar%20que%20o%20seu%20trabalho%20seja%20coerente,e%20qual%20o%20seu%20alcance%20e%20suas%20limita%C3%A7%C3%B5es>.

de ordens à luz do desenvolvimento do mercado de capitais e posteriormente à luz dos demais princípios relevantes previstos no artigo 4º da Lei nº 6.385/76.

(b) Internalização de ordens à luz do desenvolvimento do mercado de capitais

18. Dentre os direcionadores que devem pautar a atuação da CVM, digno de nota é o mandamento segundo o qual a CVM deve exercer seu mandato a fim de "I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais"¹⁰.

19. Com tais preceitos, a Lei nº 6.385/76 acaba por positivar um direcionador importante para a atuação do órgão regulador que é, em última análise, o desenvolvimento do mercado de capitais. E a positivação do bem jurídico protegido pela norma não é exagerada, na medida em que o desenvolvimento do mercado de capitais tem forte correlação com o financiamento da atividade empresarial privada e, como consequência, impacto positivo no desenvolvimento da economia.¹¹

20. Ou seja, em decorrência desse princípio deve a autarquia considerar o conjunto de medidas que incentivam ou desincentivam o desenvolvimento do mercado.

¹⁰ Lei nº 6.385/76, Artigo 4º.

¹¹ "A principal função do mercado de capitais na economia é o atendimento às necessidades de financiamento de médio e longo prazo por parte das empresas. Ou seja, o mercado de valores mobiliários surge como fonte de recursos capaz de financiar projetos de expansão ou de aperfeiçoamento tecnológico das empresas, na medida em que reúne condições para oferecer às companhias um volume adequado de recursos a custos satisfatórios, por meio de instrumentos atraentes para o público, quanto a retorno, prazo, liquidez e garantia. O mercado de valores mobiliários, portanto, estimula a poupança e o investimento, sendo essencial para o crescimento das economias modernas." *In*: PARENTE, Norma. **Tratado de Direito Empresarial: Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

21. Dito isso, importante investigar em que medida a implantação do modelo de internalização se correlaciona com o desenvolvimento do mercado de capitais.

(b.1) A relevância do investidor de varejo para o desenvolvimento do mercado de capitais

22. A estrutura de funcionamento do mercado de capitais passa pela existência de diferentes perfis de investidores. Tais grupos são comumente segregados em duas classificações, a primeira composta por investidores institucionais e geralmente profissionais, os chamados *informed traders*, e a segunda os investidores de varejo, comumente referidos como *noise traders*.¹²

23. Enquanto os *informed traders* trazem estabilidade, *noise traders* trazem liquidez ao mercado.¹³ Assim, ambas as categorias são codependentes e essenciais para o funcionamento do mercado.

24. A existência de *noise traders* no mercado de capitais não é, no entanto, um fenômeno de geração espontânea. Ele geralmente se observa a partir de ações ordenadas decorrentes da atuação do sistema de distribuição. Dada sua essencialidade para o desenvolvimento do mercado, se defende, inclusive, que a produção de *noise traders* deve decorrer da arquitetura do mercado, *in verbis*:

"Therefore, the production of noise traders has to be a structural feature of markets - in Black's sense - which means it is an orderly social phenomenon. To ensure that

¹² "Again, the term noise traders, which I use here coextensively retail traders, as so many finance studies do, has nothing pejorative to it. It points to the market-internal distinction between two fundamental categories, professionals and nonprofessionals." In: PREDA, Alex. **Noise: Living and trading in electronic finance**. Chicago: The University of Chicago Press, 2017, p. 4.

¹³ "In general, domestic institutional investors provide stability as they tend to hold long-term and trade in larger amounts. Retail participants bring liquidity to the market but tend to be more volatile and more responsive to liquidity or volatility shocks. Hence, a diversified base of investors seems to be an optimal goal (WFE 2017)." In: GURROLA-PEREZ, Pedr. LIN, Kaitao, SPETH, Bill. **Retail trading: an analysis of global trends and drivers**. Relatório. Londres: World Federation of Exchanges, 2022, p. 34.

there is enough noise (and there are enough noise traders) for markets to work, (1) markets must set in place adequate arrangements for converting nontraders into (noise) traders and for keeping them in the game; (2) trading itself must be connective enough that it can be related to other aspects of the traders' social existence (otherwise, such a conversion could not work); and (3) trading itself must be relational - that is, offer affordances for social relationship among participants (otherwise, noise could not be maintained in an orderly fashion)."¹⁴

(b.2) A relevância do setor de intermediação na atração do fluxo de varejo

25. É inquestionável a relevância dos intermediários como figuras essenciais no contexto de desenvolvimento do mercado de capitais, em seu papel de aproximação dos investidores ao mercado.¹⁵

26. Corroboram essa afirmação dados divulgados pela B3 e pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("Anbima") acerca do crescimento do mercado de capitais nos últimos anos, conforme se passa a expor.

27. Segundo o relatório mais recente divulgado pela B3 quanto à evolução dos investidores pessoas físicas, o número de investidores pessoas físicas na bolsa passou de 700 mil em 2018 para 5,1 milhões de CPFs cadastrados atualmente.¹⁶ Em 6 anos, o número cresceu em mais de sete vezes.

28. Em paralelo, entre 2018 e 2023, o setor de intermediação se fortaleceu, em especial por conta da organização de suas atividades através dos assessores de investimentos

¹⁴ PREDA, Alex. **Noise: Living and trading in electronic finance**. Chicago: The University of Chicago Press, 2017, p. 3.

¹⁵ Reforçando esse papel: "Atualmente, os intermediários são a porta de entrada dos investidores para os investimentos no mercado secundário, por meio do fornecimento de tecnologia, informações, oferta de produtos (operações) e educação." In: LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 33.

¹⁶ B3. **Pessoas Físicas – Uma análise da evolução dos investidores na B3**. Junho de 2024, p. 13 Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/.

credenciados na ANCORD, cujo número saltou de 4.650¹⁷ para 18.047¹⁸ – ou seja, aumentou em quase quatro vezes.

29. Desses dados podemos depreender que existe uma correlação positiva entre o crescimento do setor de intermediação¹⁹ – e o crescimento do mercado de varejo no Brasil. E essa correlação não é meramente quantitativa, mas também qualitativa. Vejamos.

30. As pesquisas realizadas quanto ao comportamento do investidor de varejo também demonstram uma correlação entre conhecimento e aporte de investimentos, indicando que: “o desconhecimento afasta os investidores”, ou seja, “os investidores têm medo de colocar o dinheiro em produtos pouco (ou nada) conhecidos”.²⁰

31. No ano de 2020, investidores ao serem questionados sobre como realizam seus processos de escolha e análise de investimentos, destacaram o uso de análises estruturadas de empresas especializadas e a orientação por assessores.²¹

32. Os números refletem que, assim como cresceu o acesso à informação via internet, também cresceu a qualidade da informação disponibilizada nesse meio, com o aumento

¹⁷ ANCORD. **Relatório Anual 2021 – Ação e Liderança para o desenvolvimento do mercado brasileiro**, p. 17 Disponível em: <https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2021/01/Relatorio-Anual-Ancord-Final-DUPLA-.pdf>.

¹⁸ ANCORD. **Relatório Anual 2023 - Liderança consolidada em defesa do mercado**, p.32. Disponível em: <https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2024/01/ANCORD-RELATORIO-ANUAL-2023-1.pdf>.

¹⁹ Os assessores de investimento atuam sob a responsabilidade e como prepostos dos intermediários integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma da Resolução CVM nº 178/23, devendo ser vinculados, portanto, aos intermediários para exercício de suas atividades (art. 4º da referida resolução). Ainda que o número de assessores credenciados possa ser maior do que aqueles vinculados, o exercício das atividades previstas na regulação é privativo daqueles que tenham contrato com intermediários em vigor.

²⁰ B3. **Ecosistema do investidor brasileiro**. Jul/2018, p. 10. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/D0/E6/2F/6D/11E9A6106A14A9A6AC094EA8/Resumo-da-Pesquisa-do-Ecosistema-do-Investidor-Brasileiro.pdf>.

²¹ 23% afirmaram que usam análises estruturadas de empresas especializadas; 9% seguem orientações de assessores. In: B3. **A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro**. Dez/2020, p. 16. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/.

significativo da rede de distribuição, que tem fornecido informações profissionais aos investidores.²² Os intermediários são responsáveis por atrair novas pessoas físicas para o mercado organizado de capitais, à medida que se comunicam com esses investidores de forma qualitativa e com maior alcance.

33. A capilaridade do setor de intermediação disseminando conhecimento acerca do mercado de capitais é pilar essencial para o desenvolvimento dos investidores do perfil de varejo, como destaca GURROLA-PEREZ *et. al.*:

"Roughly half of exchanges noted that a key driver of retail growth was improved access to data and analysis. In particular, they acknowledged the impact of ease of access to trading via mobile phone applications offered by brokers. (...) The existence of brokers who are willing and able to effectively service retail investors and contribute to broader literacy objectives is critical to support retail participation."²³

(b.3) A criação de incentivos para o setor de intermediação

34. Considerando as premissas tratadas, de que o investidor de varejo é essencial na estrutura e desenvolvimento de mercado, e de que o setor de intermediação é o principal responsável pela criação do fluxo de ordens desse tipo de cliente, cabe também analisar a estrutura de incentivos ao setor de intermediação trazida pelo modelo de internalização de ordens.

35. Ao viabilizar a sistematização do processo de atuação da carteira própria do intermediário como contraparte do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo, o modelo de internalização de ordens cria para o setor de intermediação a possibilidade de

²² O uso de fontes de informações estruturadas para a tomada de decisão sobre investimentos, como aquelas provenientes de bancos, assessores e corretoras²² segue aumentando nos últimos anos, segundo dados da Anbima. In: ANBIMA. **Raio X do investidor brasileiro**. 7ª ed., p. 22-23. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm.

²³ GURROLA-PEREZ, Pedr. LIN, Kaitao, SPETH, Bill. **Retail trading: an analysis of global trends and drivers**. Relatório. Londres: World Federation of Exchanges, 2022, p. 4-6.

auferir ganhos de *spread* ao atuar tanto contra ordens de compra, como de venda, as quais deixam de ser direcionadas ao livro central de ofertas.

36. Tal possibilidade representa inquestionável incentivo para o setor de intermediação na atração de novos investidores para o mercado de capitais,²⁴ reconhecido inclusive pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM em recente análise sobre o mecanismo do RLP²⁵.

37. Mas esse não é o único incentivo a ser gerado. Isso porque o setor de intermediação atua também na educação desse fluxo de varejo – essa também geradora de negócios – exercendo assim seu papel de modo que o crescimento ocorra de maneira sustentável.

38. Nessa medida, a criação de incentivos que permitam o crescimento do setor de intermediação, atraindo investidores para interagirem em seus sistemas internalizados, mas também para participar do livro central de ofertas, tem como externalidade positiva o crescimento do próprio mercado.²⁶

39. Além disso, sempre importante ter em mente que crescimento do mercado secundário, por sua vez, apresenta também uma correlação positiva com o incentivo ao

²⁴ "(...) a atuação do intermediário por meio de sua carteira própria visa a geração de liquidez (atuação como formador de mercado ou *client facilitation*), a estruturação de operações para clientes, com o devido tratamento do conflito de interesses" In: LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 34.

²⁵ "(...) entendemos que os resultados da experiência das ofertas RLP no mercado de ações evidenciam o papel preponderante dos intermediários no incentivo à negociação." In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº 49/2023**, p. 6, Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf.

²⁶ Nesse sentido: "Retail participation can be beneficial to the economy. Retail participants can gain from diversifying their savings and from better opportunities to ensure above-inflation returns in the long run. Retail investment also brings additional liquidity to the market, especially for small and mid-cap stocks, bringing new and cheaper funding, freeing capital for investing in innovation and development. And innovation is a driver of economic growth. Retail trading can also have a positive effect on the volatility of stock returns (Foucault, Sraer and Thesmar 2011)." In: GURROLA-PEREZ, Pedr. LIN, Kaitao, SPETH, Bill. **Retail trading: an analysis of global trends and drivers**. Relatório. Londres: World Federation of Exchanges, 2022, p. 5.

mercado primário, aumentando as ofertas de valores mobiliários que possibilitam o financiamento das atividades econômicas.

40. Em conclusão, a permissão da possibilidade da internalização de ordens, ao aumentar a liquidez dos mercados secundários de valores mobiliários, tem como externalidade positiva o crescimento e desenvolvimento sustentável do próprio mercado e está em linha com os princípios norteadores da ação regulatória.

(c) Internalização de ordens à luz dos demais princípios estabelecidos no artigo 4º da Lei 6.385/76

41. O princípio de desenvolvimento do mercado não é, no entanto, isento de limitações, já que ele deve ser cotejado com os demais princípios norteadores da atividade do regulador também positivados no artigo 4º da Lei 6.385/76.²⁷

42. Em outras palavras, as políticas regulatórias de desenvolvimento do mercado podem e devem ser obstadas sempre que a CVM se deparar com um conflito entre esse mandato legal e outro, também expressamente determinado pelo direito positivo. No entanto, é preciso ter uma leitura atenta, a fim de que se verifique em que circunstância o mandato da CVM de promover o desenvolvimento do mercado deve ser obstado.

²⁷ É possível observar da Exposição de Motivos do Projeto de Lei que deu origem à Lei nº 6.385/76 que, naquele contexto, era necessário que uma agência governamental especializada evitasse “as distorções e abusos a que está sujeito” o mercado. Assim, a tutela estatal tinha em vista a atuação particularmente na “fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado”.

43. No que diz respeito ao tema da internalização de ordens, nos parece que essa análise deva se dar em função dessas duas perspectivas: o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão e a proteção dos investidores.²⁸

(c.1) A internalização de ordens e o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão

44. A adoção do modelo de internalização é ocasionalmente confrontada com o princípio de funcionamento eficiente e regular do mercado de bolsa.²⁹ Ainda assim, é possível observar que se trata de modelo amplamente adotado por outras jurisdições, onde inclusive foram observados impactos positivos decorrentes de sua adoção, em que a internalização

²⁸ “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.” Vide Lei nº 6.385/76.

²⁹ Já em 2007, quando da audiência pública que deu origem à Instrução CVM nº 461/2007, a CVM questionou, em relação à proibição da internalização de ordens, se: “1) Os eventuais impactos negativos dessa proibição sobre as condições de concorrência entre mercados podem ser compensados pelo que a vedação à internalização agrega em termos de proteção ao investidor? 2) Por outro lado, os eventuais efeitos positivos da internalização seriam suficientes para compensar os impactos que a autorização dessa prática pode ter sobre as entidades de mercado organizado atualmente existentes?” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR.** Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 32. Em 2019, ao analisar o tema da internalização à luz da proposta da B3 de adoção do modelo do RLP, a CVM voltou a abordar o tema sob essa perspectiva, apresentando inclusive dados do CFA Institute a respeito: “(...) Correlacionando os spreads com o nível de internalização observado nos mercados avaliados, o CFA concluiu que até o limite de 43% de negócios internalizados há redução dos spreads observados, o que é visto como melhora da qualidade do mercado. A partir do limite de 43%, a internalização passa a ser deletéria para o mercado, há um ponto de inflexão na curva que resulta da correlação entre spreads e nível de internalização, pois os spreads começam a aumentar.” In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Memorando nº 18/2019-CVM/SMI.** Rio de Janeiro, RJ: Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), 15 de maio de 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410__versao_site.pdf.

até certo volume permitiu observar aumentos nos níveis de liquidez e de eficiência informacional.³⁰

45. A propósito do tema, cumpre observar que as melhorias observadas nos mercados onde a internalização é permitida, ainda que sujeita à limitação de volume internalizado, estendem-se aos investidores do varejo e investidores institucionais, resultando, portanto, em benefícios para o mercado como um todo.³¹

46. Note-se que, ainda que assim não fosse, não se pode obstar a implementação de um modelo que tem notório impacto no desenvolvimento de mercado sem que se tenha

³⁰ "Dark pools have been very successful in attracting order flow; they account for approximately 15% of US consolidated volume, 10% in Europe, 14% in Australia, and 10% in Canada. (...) Our main finding is that two-sided dark trading, in moderate levels, is beneficial to liquidity and informational efficiency. It tends to lower quoted, effective and realized spreads, reduces price impact measures of illiquidity, and makes prices closer to the random walk that is expected under informational efficiency. The magnitudes of these effects are economically meaningful and qualitatively similar in both Canada and Australia." FOLEY, Sean; PUTNINŠ, Tālis J. **Should we be afraid of the dark? Dark trading and market quality**. Journal of Financial Economics, v. 122, n. 3, p. 456–481, 2016.

³¹ "(...) increasing information asymmetry increases the spread costs in the exchange market, which increases the liquidity trader's usage of the dark pool. As information asymmetry continues to increase, it becomes optimal for some of the informed traders to use the dark pool. Once this point is reached, further increases in information asymmetry cause a reduction in dark pool usage by the liquidity traders because they face adverse selection, and in spite of the increase in orders from the informed traders, the net effect is a decline in dark pool volume. Accordingly, my finding is consistent with Zhu's model under the assumption that for all levels of adverse selection it is optimal for at least some of the informed to submit dark pool orders." In: READY, Mark J. **Determinants of Volume in Dark Pool Crossing Networks**. AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, Chicago, 2014. No mesmo sentido: "(...) academic theory suggests that (...) dark pools could actually be beneficial to market quality. One of the main theoretical contributors to this emerging debate, Zhu (2014), holds that uninformed traders gravitate towards dark pools, while informed traders largely trade on the lit markets. This self selection should result in reduced pricing errors/noise normally induced by uninformed traders when they submit their orders to lit markets, and therefore improve overall market price discovery. (...) With noise in the lit venues now reduced and the price discovery process at those venues enhanced, if the dark pools use the more efficient price from a lit venue as reference for order execution, then dark trading improves overall market quality. Thus, if a network of lit venues exists alongside a system of dark pools, aggregate market quality could be improved if traders can self-select the venue they wish to trade in based on the information available to them." In: AQUILINA, Matteo; DIAZ-RAINEY, Ivan; IBIKUNLE, Gbenga; et. al., **Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading**, Occasional Paper, 29, August 2017, p. 8-9.

evidências práticas e empíricas de que impactará o funcionamento eficiente e regular do mercado.

47. A propósito, desde a adoção do experimento controlado do mecanismo de RLP, foram propostos critérios de análises das externalidades – positivas ou negativas – que o modelo pudesse trazer ao mercado brasileiro.

48. Assim, foi possível observar, já na primeira fase, um conjunto relevante de externalidades positivas decorrentes da adoção do modelo em relação à qualidade do mercado, que manteve o nível de *spreads* baixos, com aumento na liquidez no primeiro nível de preço e aumento no número de investidores que negociaram e na quantidade de contratos negociados, não tendo sido afetada a dinâmica de ganhos e perdas em relação aos investidores³², o que possibilitou inclusive a extensão do produto para classe de ações, em ambiente de teste.

49. Esses últimos demonstraram resultados de melhoria de preços ao investidor em 57% das quantidades negociadas, no grupo de ações que tinha por característica a utilização das ofertas RLP tanto com *spread* aberto como fechado.³³

³² “Ao término do prazo experimental da fase 1 a SMI apresentou ao Colegiado (04.08.20) os resultados obtidos no período de testes, os quais podem ser resumidos da seguinte forma: a) qualidade do mercado: manutenção de *spreads* baixos; aumento na liquidez no primeiro nível de preço; aumento no número de investidores que negociaram minicontratos de dólar americano e IBOVESPA; e, aumento na quantidade de contratos negociados; b) investidores: o mecanismo não afetou a dinâmica de ganhos e perdas em relação aos investidores; c) intermediários: expressivo aumento de receitas para os intermediários e forte presença média diária no livro de ofertas.” In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2**. Rio de Janeiro, RJ: Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), de 26 nov. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20211207/1410_19.pdf.

³³ “No grupo de ações em que as ofertas RLP puderam ser utilizadas com *spread* aberto e fechado o percentual negociado por meio das ofertas RLP foi bem mais expressivo. Esse resultado já era esperado, uma vez que nesse grupo o uso das ofertas RLP é muito menos limitado, pois não há desligamento da funcionalidade quando os *spreads* estão fechados. Nesse grupo, 57% das quantidades negociadas proporcionaram melhora de preço para o investidor.” In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº**

50. Note-se que tais características foram observadas em vista do produto RLP, que já é uma modalidade de internalização,³⁴ embora realizada em bolsa.

51. Atualmente, portanto, não há dados no sentido de que a internalização de ordens *per se* cause impactos negativos ao mercado de capitais brasileiro.³⁵ Ao contrário, o período de experimentação controlada da oferta RLP viabilizou a constatação de benefícios para o

49/2023, p. 4, Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf. Ademais, observou-se, nesta segunda fase do implemento do RLP em relação a ações, a ocorrência de redução de *spreads* e aumento de liquidez para as ações que faziam parte dos grupos de teste e controle, no entanto, essas melhorias foram reputadas pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários como sendo “discretas” e atribuíveis talvez também a outras explicações que não apenas ao RLP. Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº 49/2023**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf.

³⁴ Outras modalidades de internalização já são regulamentadas, beneficiando em particular investidores institucionais, como a negociação de grandes lotes e as ofertas diretas intencionais. (Vide, respectivamente, Artigo 95 da Resolução CVM nº 135/22 e Regulamento de Negociação B3 c.c. Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3).

³⁵ Conforme se mencionará de forma mais aprofundada adiante, a CVM reconhece os benefícios da oferta RLP para o mercado, embora tenha reputado também a ele resultados negativos para os investidores de varejo, relativos a análises feitas com base no mecanismo de *day trade*. Nesse sentido: “88. **As ofertas RLP adquiriram incontestemente relevância no mercado de valores mobiliários brasileiro.** Os resultados gerados para a B3 e intermediários usuários desse tipo de oferta conduzem inequivocamente a essa conclusão. 89. As ofertas RLP, contudo, não se mostram tão vantajosas para os investidores de varejo. Não obstante o fato de que **não se pode atribuir à existência das ofertas RLP os consideráveis prejuízos realizados pelos investidores de varejo nas operações day-trade**, tampouco é razoável o argumento de que o advento desse tipo de oferta possibilitou a distribuição de benefícios aos investidores.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº 49/2023**, p. 15. (grifos nossos). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf. No mesmo sentido, o voto do Diretor João Accioly, que reflete alguns questionamentos a respeito das métricas adotadas e dos resultados obtidos quanto ao uso do RLP, o qual aborda especificamente, quanto ao *day trade*, alguns questionamentos: “8. O problema da imprecisão na aferição da causalidade manifesta-se a meu ver claramente quando as análises tratam os resultados das operações como se fossem devidos ao mecanismo pelo qual foram cursadas, e não às próprias operações de day trade e as motivações dos agentes econômicos ao realizarem-nas. Veja-se: para avaliar os resultados do RLP no varejo, a SMI identificou que entre 2017 e 2023, aproximadamente 85% dos investidores de varejo teriam tipo “prejuízo” nas operações de day trade, que para tipo de investidor predominam na negociação de minicontratos de dólar e índice. Dos 15% restantes, em média, cerca de 9% dos investidores (aprox. 1,4% do total) teriam tido lucros superiores a R\$ 1 mil por mês. 9. Mas diante de tais “métricas”, questiono: o RLP é perdedor ou as operações que são feitas no RLP são perdedoras? O quanto que o RLP faz as perdas serem aumentadas? Qual a causalidade? Não me parece nem que ela esteja presente.” In: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.002097/2016-90. **Voto do Diretor João Accioly**. Julgado em 13/08/2024, p. 3.

mercado, o que culminou na recente aprovação do produto em caráter definitivo pelo Colegiado da CVM.³⁶

52. Tem-se, portanto, que a atuação regulatória da CVM à luz do funcionamento eficiente do mercado deve se dar em vista do cenário existente, em que a presença de evidências de benefícios da internalização deveria reforçar a opção regulatória de adoção do modelo de internalização de ordens, em linha com o objetivo legal imposto ao regulador de desenvolvimento do mercado de capitais.

(c.2) A internalização e a proteção dos investidores

53. Algumas análises sustentam que o modelo de internalização tem em sua constituição uma estrutura de incentivos que faria com que os intermediários atraíssem pessoas físicas para produtos que não necessariamente são adequados ao seu nível de educação financeira e perfil de risco³⁷, o que faria com que o modelo fosse gerador de conflitos inconciliáveis.

54. Analisemos essa questão sob duas óticas diferentes.

³⁶ A aprovação definitiva se deu em relação aos minicontratos de dólar e índice, conforme já se mencionou anteriormente. Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado nº 27**, de 13 de agosto de 2024.

³⁷ "Dentre os pontos negativos, merece destaque, desde logo, o fato de que a substituição de taxas de corretagem pela receita com a oferta RLP e a necessidade de fluxos relevantes de "ofertas de investidores de varejo" incentivam os intermediários a atrair pessoas físicas para produtos que não necessariamente são adequados ao seu nível de educação financeira e perfil de risco, especialmente os mercados de minicontratos futuros de índice Ibovespa e dólar." In: COSTA, Isac Silveira da. XP Facilitation, oferta RLP e internalização à brasileira. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 92. ano 24. p. 15-45. São Paulo: ed. RT abr./jun. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-87> 17.

(i) A internalização e a proteção dos investidores em vista dos princípios da Lei nº 6.385/76

55. Uma primeira análise que se faz necessária é se a admissão do modelo de internalização de ordens poderia conflitar com o princípio orientador de proteção dos investidores, também previsto na Lei de Mercado de Capitais.

56. Da leitura do disposto no inciso IV do já mencionado artigo 4º, temos que as atividades da CVM devem ser realizadas com o fim de "proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra as seguintes situações, *in verbis*:

- "a) emissões irregulares de valores mobiliários;
- b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e
- c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (...)"³⁸

57. Ou seja, o princípio orientador da atuação do regulador com o objetivo de proteção dos investidores tem destino específico dado pela Lei nº 6.385/76 e, portanto, a CVM deve orientar seu mandato na direção de três hipóteses específicas, quais sejam, casos de emissões irregulares, atos ilegais e uso de informação relevante não divulgada (*insider trading*).³⁹

58. Dito isso, temos que esse princípio não é correlacionado com a adoção no mercado brasileiro do sistema de internalização de ordens. Nesse sentido, a Lei de Mercado de Capitais brasileira não autoriza, a nosso ver, que a CVM deixe de exercer seu mandato de

³⁸ Lei nº 6.385/76, Artigo 4º, IV.

³⁹ Tal construção legal está em linha com o paradigmático trabalho de Goshen e Parchomovsky, segundo o qual o papel essencial da regulação do mercado de capitais é criar um mercado competitivo para os chamados investidores informados, através de três principais atuações: (a) da regulação dos deveres informacionais, (b) de mecanismos para evitar fraudes e manipulação de mercado e (c) de mecanismos para restringir situações de insider trading. Vide GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The Essential Role of Securities Regulation. **Duke Law Journal** 55, nº 4, fevereiro de 2006, p. 713.

desenvolvimento de mercado de capitais sob o argumento de uma proteção genérica dos investidores, ou ainda muito menos, sob o argumento de que o investimento em mercado de capitais não é adequado aos investidores de varejo.

59. A propósito, cumpre sempre lembrar que, adotadas as medidas de adequação de oferta de produtos financeiros⁴⁰, deve-se respeitar a escolha do investidor de migrar seus recursos para o investimento ou conjunto de investimentos que lhe parecer mais apropriado.⁴¹

60. Sobre o tema, ao analisar operações de *day trade* nos anos de 2017 a 2023, a CVM identificou que “a grande maioria dos investidores de varejo perdem dinheiro ao fazer *day-trade* ou, quando ganham, os valores são baixos.”⁴² No entanto, também reconheceu que “não se pode atribuir à existência das ofertas RLP os consideráveis prejuízos realizados pelos investidores de varejo nas operações day-trade”⁴³, ainda que as ofertas RLP possam, em certa medida, atuar como incentivadoras do uso deste tipo de estratégia.

61. Ainda assim, conforme aduziu a Diretora Marina Copola, em voto acompanhado pelo Colegiado⁴⁴, na Reunião de 13 de agosto de 2024:

⁴⁰ Vide Resolução CVM nº 30/21 e Ofício-Circular Conjunto nº 1/2024_CVM/SMI/SIN. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/anexos/oc-smi-sin-0124.pdf>.

⁴¹ Desse modo, garante-se o respeito à tutela legal, bem como a preservação da liberdade econômica do investidor. Nessa mesma linha, destaca-se também o disposto na recente Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, popularmente conhecida como Lei da Liberdade Econômica, a qual disciplina como princípios “a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas” e “a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas”. Vide Lei nº 13.874/19.

⁴² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº 49/2023**, p. 13.

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Interno CVM/SMI nº 49/2023**, p. 15.

⁴⁴ Reforce-se que o voto do Diretor João Accioly foi parcialmente divergente do restante do Colegiado, na ocasião, destacando inclusive que, “Embora não caiba questionar a desejabilidade de resultados como mais liquidez, mais volume, mais investidores etc., divirjo inteiramente da ideia de que se deva ter tais resultados como objetivos e critérios de aferição do sucesso do mecanismo, e mais ainda da abordagem em que métricas são usadas para “monitorar (i) a qualidade do mercado, formação de preços e do livro de ofertas; (ii)

“A adequada tutela do investidor, no entanto, não se confunde com impedi-lo de realizar prejuízos se os tipos de negociações por ele realizadas tiverem uma alta probabilidade de perdas, desde que se esteja diante de formas de investimento legítimas, e que o investidor atue de maneira informada e refletida. Neste contexto, compete à CVM assegurar a integridade do mercado, disciplinar a conduta dos intermediários e garantir que o investidor disponha de todas as informações necessárias para a tomada de decisão.”⁴⁵

62. Ou seja, reconhece a própria CVM que seu mandato de proteção ao investidor encontra limites e não pode ser confundido com evitar que esse investidor realize prejuízos. Deve, por outro lado, atuar no sentido de que seja disponibilizado o melhor conjunto informacional possível, a fim de que o investidor possa tomar suas decisões de maneira informada e refletida.⁴⁶

(ii) A internalização e a proteção dos investidores em vista do atual funcionamento do mercado de capitais

63. Mesmo que por hipótese o contexto da internalização de ordens pudesse gerar prejuízo específico ao investidor de varejo, é importante destacar que a assimetria entre o comportamento dos *noise traders* e dos *informed traders* pode gerar em muitas situações uma transferência de riqueza entre esses dois grupos.⁴⁷

resultados para o investidor; e (iii) resultados para os intermediários”. In: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.002097/2016-90. **Voto do Diretor João Accioly**. Julgado em 13/08/2024, p. 2.

⁴⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.002097/2016-90. **Voto da Relatora Diretora Marina Copola**. Julgado em 13/08/2024, p. 15. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2024/20240813/1410_19_VotoDMC.pdf.

⁴⁶ A esse propósito, a decisão do Colegiado da CVM propõe uma série de medidas de cunho informacional, que visam a garantir ao investidor de varejo maior conhecimento sobre os riscos envolvidos na adoção de estratégias como o *day trade*, além de medidas informativas relativas ao próprio RLP. Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado nº 27**, de 13 de agosto de 2024.

⁴⁷ Fischer Black, coautor da famosa fórmula Black-Scholes, em análise sobre o papel dos *noise traders* afirmou que “Noise trading provides the essential missing ingredient [to the whole structure of financial markets]. People who trade on noise are willing to trade even though from an objective point of view they would be better off not trading. Perhaps they think the noise they are trading on is information. Or perhaps they just

64. A literatura traz inúmeras evidências de que *noise traders* são frequentemente perdedores líquidos no *lit market*⁴⁸ em função da atuação dos *informed traders*, cujo grupo engloba os investidores institucionais e os denominados *High Frequency Traders* ("HFTs")⁴⁹.

65. A posição perene dos HFTs no topo do livro, inclusive, foi base para discussões que ocorreram no âmbito das regras do mecanismo de RLP quanto à possibilidade de afastamento da regra de não preterição. À época, esse posicionamento acabava por impossibilitar muitas vezes o fechamento de operações RLP pelas corretoras que tivessem

like to trade" *In*: BLACK, Fischer. Noise. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. XLI, ed. 3, julho 1986. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513.x>.

⁴⁸ "For more than 15 years now, the behavioral finance literature has provided empirical evidence that retail traders are not consistently making any money (eg., Barber and Odean 2000, 2004; Odean 1998b; Chen et al. 2007). Letters and documents sent to the Securities and Exchange Commission provide evidence as well, stating that on average "100% of a retail customer's investment is lost in less than 12 months" in forex retail (Philadelphia Financial Management 2011,I). A study conducted by the North American Securities Administrators Association in 1997 on a sample of 8,000 trades concluded that 70% of the analyzed retail traders' accounts were not profitable (McEachern 1999, 74). Official documents in Europe acknowledge that a majority of retail forer traders lose money (Maitra 2014, 9). Discussion forums among retail traders document awareness of this situation. (...)" *In*: PREDA, Alex. **Noise: Living and trading in electronic finance**. Chicago: The University of Chicago Press, 2017, p. 242, nota de rodapé n.6.

⁴⁹ Dentre esse grupo, cabe nota particular aos investidores denominados *High Frequency Traders* ("HFTs"). Os HFTs são investidores com acesso constante a preços, que têm como característica primordial estarem no topo do livro, o que os possibilita agredir ofertas de maneira tal que o investidor a obstar a competição equitativa com as ofertas de varejo. O mecanismo adotado pelos HFTs se tornou comum no mercado nacional e internacional à luz do desenvolvimento tecnológico da atividade de negociação: "L'evoluzione tecnologica e le possibilità di arbitraggio offerte della frammentazione degli scambi hanno comportato, in tempi recenti, lo sviluppo di tecniche di *trading* caratterizzate dall'utilizzo di algoritmi nell'immissione e nella gestione degli ordini (*algorithmic trading*). Una variante particolarmente diffusa dell'algoritmi trading è costituita dal *trading* ad alta frequenza (*high frequency trading*), nel quale un sistema di negoziazione analizza dati o segnali del mercato a velocità elevata per poi inviare o aggiornare un gran numero di ordini un tempo brevissimo in risposta all'analisi » (così il considerando n. 61 della MiFID II), utilizzando « infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere », in quanto collocate nelle vicinanze delle sedi di negoziazione (c.d. strutture di co-ubicazione) o tali da garantire un « accesso elettronico diretto a velocità elevate » (art. 1, co. 6-septies, lett. a, TUF). Utilizzata, di regola, con finalità *market making* o arbitraggio, tale forma di negoziazione algoritmica ha una crescente diffusione sia in Italia che a livello Internazionale" *In*: PERRONE, Andrea. **Il diritto del mercato dei capitali**. 3. ed. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, p. 299-300.

em sua carteira clientes de varejo e institucionais, dado que as ofertas agressoras de HFTs concorriam, por sua natureza, com as ofertas RLP.⁵⁰

66. Decorre dessa situação que, de acordo com a atual arquitetura de mercado, os investidores de varejo já podem ser considerados perdedores líquidos, uma vez que suas ordens não concorrem de maneira igualitária com aquelas dos *informed traders*, quer sejam investidores institucionais, ou em particular com aquelas dos HFTs. Importante dizer que não há nessa afirmação nenhum juízo de valor pejorativo, mesmo porque a literatura que se propõe a estudar a etnografia dos investidores de varejo constata que a não obtenção de resultado positivo não torna, *per se*, a atividade de investimento desprovida de propósito.⁵¹

67. De toda forma, o importante a concluir é que não será por decorrência da implementação de um novo mecanismo de negociação internalizado que se criará mecanismo de transferência de riqueza entre *noise traders* e *informed traders*, porque esse mecanismo já existe hoje e é da natureza do próprio mercado numa observação do mercado

⁵⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ata da Reunião do Colegiado nº 19, de 28 de maio 2019.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1.html.

⁵¹ "The first scheme is that of means-ends adequacy, where the end is assumed to be the profit ("make money"). The scheme of means-ends adequacy justifies the activity with respect to attaining a specified goal and implies that if the goal isn't realized, the activity will become unjustified, participants will fail, and the activity will have to cease. It is different from the assumption that an activity can be justified as an activity-to-an-end, without the end necessarily being realized, or being realized only occasionally. Amateur fishing, for instance, has "catching fish" as its goal; yet, amateur fishermen can remain fully committed to it even if they catch fish only on very rare occasions. "Catching fish" is intrinsic to the practical definition of the activity of amateur fishing but not an external goal that, if not realized, will make amateur fishing completely cease. In other words, while goals are intrinsic to the definition of activities, sporadic practical accomplishments of the goal will not change the character of the activity or diminish the participants commitment to it or define participants as failing." *In*: PREDA, Alex. **Noise: Living and trading in electronic finance.** Chicago: The University of Chicago Press, 2017, p. 5. Adicionalmente, *retail traders* não necessariamente querem obter lucro, a ver: "The argument that "traders are there to make money." while not grounded in any empirical evidence, actually reproduces assumptions about institutional traders. Indeed, the latter are there to make money, in the sense of being formally expected by their employers to make a profit on the trading capital allocated to them, and are paid a salary (and potential bonuses) on this activity if successful. It would be unwarranted, however, to extend this assumption to all traders." *In*: PREDA, Alex. **Noise: Living and trading in electronic finance.** Chicago: The University of Chicago Press, 2017, p. 8.

de capitais brasileiro mas também internacional. Tampouco é válido eventual argumento de que o modelo poderia aumentar a base de investidores que sofrerão prejuízo, já que, como ressaltado anteriormente, a existência e atração desses investidores (*noise traders*) é pilar para o desenvolvimento do mercado.

68. De fato, a única alteração relevante se houver a implementação da internalização de ordens é que esse fluxo será direcionado para o setor de intermediação, que é notável protagonista no desenvolvimento de mercado, e não mais aos HFTs.⁵²

69. Além disso, é importante lembrar que a internalização de ordens é um mecanismo apto, inclusive, a promover um fechamento de *spreads* para o investidor de varejo, melhorando preços para que possa atuar no mercado bursátil⁵³ — o que reforça que a adoção do mecanismo de internalização não acarreta *per se* prejuízo incremental ao segmento dos investidores de varejo.

⁵² Algumas análises indicam que há preocupações do mercado em relação à noção de injustiça que o mecanismo usado pelos HFTs pode apresentar em particular na ausência de benefícios para os investidores e que, ao longo do tempo, esse receio poderia vir a afastar investidores de varejo do mercado de ações, *in verbis*: "The principal worry is that they will, over time, result in a transfer of resources away from long-term and retail investors to short term and technologically sophisticated investors, without any compensating benefit to such investors or to market efficiency in general.[208] To the extent that these transfers result in long-term retail investors avoiding the equity markets, more systemically negative consequences are possible." *In*: KORSMO, Charles R. High-Frequency Trading: a Regulatory Strategy. **University of Richmond Law Review**. v. 48:523, julho 2013, p. 565 Disponível em: <https://lawreview.richmond.edu/files/2014/03/Korsmo-482-AC.pdf>.

⁵³ A busca por investidores de varejo através de mecanismos de *liquidity providers* tem sido um traço comum em diversas jurisdições, como demonstra pesquisa realizada pela World Federation of Exchanges: "Most respondents are seeking to attract retail investors with a combination of initiatives, particularly with the development of educational programs and financial literacy initiatives; the launch of new products; the introduction of dedicated liquidity providers; and the establishment of special fee schemes." *In*: GURROLA-PEREZ, Pedr. LIN, Kaitao, SPETH, Bill. **Retail trading: an analysis of global trends and drivers**. Relatório. Londres: World Federation of Exchanges, 2022, p. 3.

(d) Internalização de ordens à luz dos princípios da CVM para regulação do mercado de capitais

70. A atividade regulatória é, ainda, sujeita a um conjunto de fundamentos estabelecidos pela própria CVM, que se resumem em: interesse público, confiabilidade, eficiência do mercado, competitividade e mercado livre.⁵⁴

71. Todos esses princípios se relacionam diretamente ao crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais, a partir das premissas da livre iniciativa e da economia de mercado, em linha com o que dispõem a Constituição Federal e a Lei do Mercado de Capitais.

72. Dadas as diretrizes que estabelecem os princípios que devem pautar a atividade regulatória da CVM, a internalização de ordens deveria ser considerada pelo regulador como importante instrumental para o desenvolvimento do mercado de capitais.

(e) Conclusão parcial

73. Conclui-se desta análise que a adoção do modelo de internalização de ordens no Brasil está em linha com os princípios que regem o mercado de capitais, tanto sob o aspecto do desenvolvimento do mercado, quanto em relação aos mandatos legais atribuídos à CVM de garantir o funcionamento eficiente e regular dos mercados e de proteção do investidor.

74. Isso porque a Lei nº 6.385/76 estabeleceu os princípios que devem pautar a atividade regulatória e dentre eles digno de nota é o direcionador de que o mandato da CVM deve

⁵⁴ **Regulação e Autorregulação.** Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao#:~:text=Para%20assegurar%20que%20o%20seu%20trabalho%20seja%20coerente,e%20qual%20o%20seu%20alcance%20e%20suas%20limita%C3%A7%C3%B5es>. Note-se que o documento original foi editado em 1979 e, portanto, é anterior à própria Constituição Federal do Brasil, de modo que deve ser lido em consonância com o arcabouço vigente – Vide **Fundamentos, Princípios e Políticas**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1>.

ser exercido de modo a promover o desenvolvimento do mercado de capitais. Considerando que a internalização de ordens, ao promover incentivos para o setor de intermediação, acarreta o aumento dos investidores de varejo, cujo fluxo também é direcionado para os mercados de bolsa, tal opção regulatória está alinhada aos objetivos da CVM de desenvolvimento do mercado de capitais.

75. O mandato de desenvolvimento do mercado, no entanto, não é absoluto, devendo ser cotejado com os demais princípios estabelecidos pela Lei 6.385/76, notadamente o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão e a proteção aos investidores.

76. Embora não absoluto, eventuais prejuízos abstratos ao funcionamento dos mercados e aos investidores que possam ser aventados não devem representar obstáculos para a implantação de políticas regulatórias que visem o desenvolvimento do mercado, em particular na presença de evidências empíricas de que a internalização é apta a promover melhorias da eficiência do mercado. A adoção do modelo não significa, no entanto, que não se deva atuar, caso necessário, na coibição de eventuais abusos que possam ocorrer.

77. Por fim, tendo sido observado que a internalização de ordens é mecanismo apto a propiciar benefícios aos investidores de varejo, tampouco é válida a alegação de suposto mandato de proteção aos investidores frente ao cenário atual, posto que a transferência de riqueza entre *noise traders* e *informed traders* já é fenômeno observado no mercado de capitais nacional (assim como no estrangeiro), considerando o perfil heterogêneo de investidores no ambiente de negociação, em particular em vista da presença dos HFTs ocupando o topo do livro, conforme se demonstrou.

III. Análise acerca da necessidade de alteração do arcabouço legal brasileiro para fins de adoção do modelo de internalização de ordens

(a) Análise em vista do disposto na Lei nº 6.385/76

78. Como já se mencionou, a Lei nº 6.385/76 disciplina o mercado de valores mobiliários no Brasil.⁵⁵ Em seu bojo, estão as principais disposições que regem a atividade de negociação de ativos financeiros e valores mobiliários.

79. No que diz respeito à atividade de negociação dos valores mobiliários, a Lei dispõe sobre o mandato legal que é outorgado à CVM⁵⁶, dando diretrizes à atuação da autarquia sem, no entanto, especificar as formas pelas quais essa atividade poderá ser realizada.

80. Nesse sentido, uma vez que cabe à CVM dispor sobre as regras do mercado regulamentado de valores mobiliários⁵⁷, não havendo disposição legal que vede a possibilidade de negociação por meio de sistemas internalizados, pode o órgão dispor a esse respeito, sem que para isso haja necessidade de qualquer alteração legal.

81. Além disso, como já ressaltado anteriormente, a adoção do modelo não afronta o mandato legal da CVM; ao contrário, vai ao seu encontro, na medida em que sua implantação é possível geradora de incentivos para o sistema de distribuição e que essa

⁵⁵ Vide Seção II, (a).

⁵⁶ O artigo 2º, inciso II, da referida Lei dispõe que "Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários", sendo conferido mandato à CVM por meio do artigo 8º, I, segundo o qual "Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei (...)". Vide Lei nº 6.385/76.

⁵⁷ "(...) a forma adotada pelo regulador brasileiro permite afirmar que toda a negociação de valores mobiliários ocorre em mercados regulamentados, sujeitando-se, portanto, à competência regulatória e ao poder de supervisão da CVM." In: NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 18-19.

geração de incentivos tem por externalidade positiva o aumento do número de investidores de varejo, aumentando a liquidez e gerando consequente desenvolvimento do mercado.⁵⁸

(b) Análise em vista do disposto nas Leis nº 6.404/76 e 12.810/13

82. O depósito centralizado de valores mobiliários é previsto como uma infraestrutura-chave para o mercado de capitais.⁵⁹ A existência deste tipo de infraestrutura visa estruturar um sistema de controle e registro de valores mobiliários que permita garantir a integridade dos valores mobiliários emitidos. A depositária pode ser responsável pelo registro da titularidade dos valores mobiliários ou não, de acordo com o regime legal adotado em cada jurisdição.⁶⁰

83. No Brasil, a previsão do depósito centralizado passou a existir com a reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Àquela ocasião, o novo artigo 41 permitiu a contratação de serviço de custódia de ações, caso em que se daria a transferência fiduciária da propriedade das ações para instituição depositária, aplicando-se o mesmo regime a demais valores mobiliários, no que cabível.⁶¹

⁵⁸ Vide Seção II.

⁵⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Principles for Financial Markets Infrastructures**. Principle 1, 1.9, p. 7. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/CPMI IOSCO_Principles_for_financial_market_infrastructures.pdf?019cbb5b2787cece5f0a617b6550e3f9.

⁶⁰ "A CSD may maintain the definitive record of legal ownership for a security; in some cases, however, a separate securities registrar will serve this notary function." In: INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Principles for Financial Markets Infrastructures**. p. 8.

⁶¹ "Art. 41. A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º A instituição depositária não pode dispor das ações e fica obrigada a devolver ao depositante a quantidade de ações recebidas, com as modificações resultantes de alterações no capital social ou no número de ações da companhia emissora, independentemente do número de ordem das ações ou dos certificados recebidos em depósito. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

84. Posteriormente, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, disciplinou as atividades de registro e depósito centralizado de ativos financeiros e de outros valores mobiliários, além das ações, estabelecendo a competência do Banco Central do Brasil ("BCB") e da CVM. Assim como no regime prévio previsto pela lei societária, os ativos e valores mobiliários são transferidos em regime de titularidade fiduciária à depositária, onde devem constituir um patrimônio separado sobre o qual não podem recair ônus e garantias, devendo "permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos".⁶²

85. A propósito do regime legal dois comentários iniciais são dignos de nota.

86. O primeiro deles é que não impôs o legislador o uso mandatório da depositária central, mas limitou-se a criar o arcabouço legal dentro do qual as atividades de depósito

§ 2º Aplica-se o disposto neste artigo, no que couber, aos demais valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º A instituição depositária ficará obrigada a comunicar à companhia emissora: (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - imediatamente, o nome do proprietário efetivo quando houver qualquer evento societário que exija a sua identificação; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - no prazo de até 10 (dez) dias, a contratação da custódia e a criação de ônus ou gravames sobre as ações. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º A propriedade das ações em custódia fungível será provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 5º A instituição tem as obrigações de depositária e responde perante o acionista e terceiros pelo descumprimento de suas obrigações. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)"

⁶² "Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central.(...) § 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput: I - não se comunicarão com o patrimônio geral ou com outros patrimônios especiais das entidades qualificadas como depositário central; II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e III - não são passíveis de constituição de garantia pelas entidades qualificadas como depositários centrais e não respondem pelas suas obrigações". Vide Lei nº 12.810/13.

central devem operar. Desse modo, a definição sobre ser ou não mandatório o uso da depositária central é tarefa de competência dos reguladores.⁶³

87. O segundo deles, de particular importância, é a conceituação do que se entende por depósito centralizado. De acordo com o texto legal, esse "compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos."⁶⁴ Ou seja, são atributos da atividade de depósito a guarda, o controle de titularidade efetiva e o tratamento de eventos.

88. Fixadas essas primeiras premissas, importante também compreender que o depósito é atividade identificada como parte do processo de pós-negociação. Assim, após a negociação nos mercados em que o regulador entender que a participação da depositária é obrigatória, a transferência física do ativo deverá ocorrer, passando a titularidade de um a outro investidor.

89. Portanto, uma vez que ocorra a negociação do ativo, a nova titularidade deverá ser devidamente comunicada à depositária para que realize o registro correspondente. Inclusive, em sua essência, a atividade de depósito depende inerentemente da existência de uma ordem para que se realize, conforme previsto no artigo 25, parágrafo único da Lei nº 12.810/13.

90. Dito isso, é necessário analisar a compatibilidade entre tais dispositivos e a eventual adoção de modelo de internalização de ordens.

91. O sistema internalizado essencialmente permite que haja a formação de negócios no sistema dos intermediários de maneira internalizada, sem que a negociação se dê nos livros

⁶³ Conforme se verá mais adiante, na Seção IV, (c.1), coube à CVM definir os casos em que o regime de depósito centralizado será obrigatório.

⁶⁴ Vide Lei nº 12.810/13, Artigo 23.

da infraestrutura de mercado organizado de bolsa – seja através do uso de sistemas internalizados dos próprios intermediários, seja através de constituição de infraestrutura de mercado de balcão organizado.

92. Uma vez realizado o negócio no sistema de negociação internalizado, deverá haver uma troca de titularidade do ativo. Nada obsta, no entanto, que essa nova titularidade seja informada à depositária central, *a posteriori*, de modo que seja possível a identificação do beneficiário final em contas individualizadas mantidas pela depositária, como previu o regime legal.

93. Em outras palavras, dado que o depósito é parte do processo de pós-negociação, sua natureza é compatível com negociações realizadas em sistemas internalizados. Sendo assim, não há necessidade de alteração legal quanto à disciplina normativa relativa ao depósito centralizado de valores mobiliários para que possam ocorrer negociações por meio de sistemas internalizadores. Mais à frente, o assunto será analisado também sob a ótica da regulação vigente.⁶⁵

94. Uma outra questão relevante a ser ressaltada é que, não obstante o controle de titularidade seja um atributo do depósito centralizado, o texto legal franqueia ao regulador a opção regulatória, se assim entender adequado, de que tal guarda seja feita em nome do representante do investidor, *in verbis*:

“Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central.

(...)

§ 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput:

(...)

II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, **de seu**

⁶⁵ Vide Seção IV, (c.1).

representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos;" (*grifos nossos*)⁶⁶

95. A expressão "de seu representante" vem desprovida de qualificação, de modo que uma interpretação possível é de que o registro na depositária seja feito em nome do custodiante do investidor, que assume esse papel de representação perante a depositária. Sendo assim, nada obsta que o regulador estabeleça a possibilidade de que tal lançamento seja feito em nome do custodiante, eventualmente, inclusive, em contas agregadoras de diversas posições de investidores. Não obstante, nos parece que a regulação, caso avance nesse sentido, deva prever mecanismos aptos ao controle de titularidade do beneficiário final.⁶⁷ Tal requisito encontra fundamento não somente em um dos atributos da atividade de depósito central – que é o controle de titularidade efetiva – mas também em vista da presunção legal de controle de titularidade conferida à depositária central.⁶⁸

(c) Conclusão parcial

96. A Lei nº 6.385/76 dispõe que cabe à CVM dispor sobre as regras do mercado regulamentado de valores mobiliários, não havendo vedação legal quanto à possibilidade de negociação por meio de sistemas internalizados. Sendo assim, poderá o órgão regulador

⁶⁶ Lei nº 12.810/13, Artigo 24.

⁶⁷ Observe-se, a propósito, que regime semelhante foi adotado pela CVM no caso de operações compromissadas bancárias lastreadas em valores mobiliários, conforme previsão do §3º do Artigo 33, da Resolução CVM nº 31/21. No caso em tela, a regra de identificação do beneficiário final pela depositária central foi parcialmente afastada pela CVM, ao permitir que os valores mobiliários permaneçam em conta de depósito especial em nome do banco vendedor, desde que seja possível à depositária individualizar e identificar os titulares de valores mobiliários, conforme prazos e procedimentos específicos que são objeto de autorregulação da depositária. Quanto ao assunto, a CVM se manifestou através do resultado da tomada de subsídios para formulação da Instrução CVM nº 541/13, reeditada como Resolução CVM nº 31/21, no Relatório da Audiência Pública SDM 06/13: "É importante destacar que a manutenção, no presente caso, dos valores mobiliários em conta de titularidade da instituição financeira não deve ser vista como uma exceção à regra de identificação do beneficiário final, mas sim como uma modalidade de cumprimento de tal regra." *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório da Audiência Pública SDM Nº 06/13**, p. 32.

⁶⁸ "Art. 25. A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central. Parágrafo único. A transferência dos ativos financeiros e dos valores mobiliários de que trata o caput dá-se exclusivamente em conformidade com instruções recebidas". Vide Lei nº 12.810/13.

admitir a negociação via sistemas internalizadores, dispondo sobre suas regras e balisadores.

97. O depósito centralizado de valores mobiliários previsto pelas Leis nº 6.404/76 e 12.810/13 é etapa relativa à pós-negociação, sendo compatível, portanto, com a negociação no *lit market* bem como em sistemas internalizados.

98. Considerando o exposto acima, não há que se falar em necessidade de alteração legal – seja das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, seja da Lei nº 12.810/13 – em vista da adoção do modelo de negociação internalizado.

IV. Impactos regulatórios da adoção de arquitetura de mercado que permita a internalização de ordens

99. Esta seção tem por objetivo demonstrar os impactos regulatórios da adoção de arquitetura de mercado que permita a internalização de ordens. A seção foi dividida em quatro subseções, sendo a primeira para tratar do histórico e arcabouço regulatório vigente; a segunda com foco na fase de negociação; a terceira sobre a fase de pós-negociação; e, por fim, a quarta endereça a questão das regras de melhor execução.

(a) Histórico da regulamentação e arcabouço regulatório vigente

100. Ao abrigo do contexto legal e principiológico já exposto⁶⁹, a CVM editou a Instrução nº 461, publicada em 23 de outubro de 2007, que disciplinou os mercados regulamentados de valores mobiliários e introduziu um novo paradigma regulatório, ao reunir em uma única norma as regras aplicáveis aos mercados de bolsa e de balcão, bem como às infraestruturas

⁶⁹ Vide Seção II.

do mercado financeiro – regras essas que, até então, encontravam-se dispostas em normas esparsas da própria CVM e do CMN.⁷⁰

101. Por meio deste aparato regulatório, a CVM deu contornos mais específicos para amparar as negociações de valores mobiliários realizadas no âmbito do mercado secundário, ampliando a segurança jurídica para esse tipo de operação.

102. À luz do desenvolvimento do mercado de capitais ao longo dos anos, em 2019 a CVM deu início à audiência pública que debateu junto ao mercado a atualização da referida instrução⁷¹, a qual culminou na edição da Resolução CVM nº 135, publicada em 10 de junho de 2022, atualmente em vigor.

103. Em linha com as alterações regulatórias que haviam sido implementadas com a edição da Instrução CVM nº 461/07, foi realizada audiência pública também para adequação das normas então existentes quanto às operações com valores mobiliários em mercados regulamentados, em especial no tocante à atuação dos intermediários, que deu origem à Instrução CVM nº 505/11. Referida norma também passou por um processo de atualização posterior, que consolidou as regras aplicáveis à atividade de intermediação no mercado de valores mobiliários na Resolução nº 35, publicada em 26 de maio de 2021.

104. É, ainda, parte do panorama da regulação aplicável ao tema relativo à pós-negociação, como se verá mais adiante, o disposto na Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021, a qual regula a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, tendo resultado da conversão da Instrução nº 541/13 que anteriormente

⁷⁰ “A Instrução CVM nº 461/2007 representou uma mudança significativa na forma de regular o mercado secundário de valores no Brasil até então regulado pela Resolução CMN nº 2690/2000.” *In*: NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 16.

⁷¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de audiência pública SDM nº 9/2019**, de 27 de dezembro de 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html.

regulava o assunto. Por sua vez, o tema de compensação e liquidação financeira das operações é regulado pelo BCB, por meio da Resolução nº 304/23.

105. Assim, o marco regulatório atual sobre o assunto da internalização de ordens deve levar em consideração as Resoluções da CVM números 135/22, 35/21 e 31/21 e a Resolução nº 304/23 do BCB.

(b) Negociação

106. O tema da negociação de valores mobiliários é disciplinado pela Resolução CVM nº 135/22. De acordo com a disciplina regulamentar atualmente em vigor, a negociação de ordens de forma internalizada estaria vedada, seja ela realizada através de infraestruturas de mercados organizados, seja através dos sistemas próprios dos intermediários.

107. A alteração de tal arcabouço demandaria a alteração de algumas regras, conforme se passa a expor.

(b.1) O modelo de internalização via infraestruturas de mercado de balcão organizado

108. Uma possibilidade de internalização de ordens seria realizar essa atividade por meio de autorização para operar como mercado de balcão organizado.⁷² Dessa forma, os intermediários, através de participação no capital social de entidades assim autorizadas, poderiam gerir sistemas que permitam a negociação diretamente com seus clientes,

⁷² "Art. 142. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; III – como sistema centralizado e bilateral de negociação, que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores entre contrapartes previamente habilitadas; ou IV – por meio do registro de operações previamente realizadas." Vide Resolução CVM nº 135/22.

respeitadas as regras aplicáveis quanto à segregação de atividades e tratamento de potenciais conflitos de interesses.⁷³

109. Nessa linha, importante observar que as infraestruturas de mercado de balcão organizado, por força do artigo 152, I, da Resolução CVM nº 135/22 são dispensadas do cumprimento de regra quanto ao limite de participação acionária de intermediários no seu capital social⁷⁴, desde que respeitados critérios relativos à segregação de atividades e o estabelecimento de regras relativas a conflito de interesses.⁷⁵

110. Essa forma de adoção do modelo, ainda que tecnicamente viável, seria hoje vedada pela impossibilidade de negociação simultânea em mais de uma categoria de mercado organizado, conforme previsão do artigo 90 da Resolução CVM nº 135/22.

111. Isso porque, no que diz respeito à negociação de ações, foi estabelecida a vedação à negociação simultânea em mais de uma categoria de mercado.⁷⁶ Ou seja, se houver

⁷³ "Art. 84. O regulamento da entidade administradora de mercado organizado relativo à admissão e manutenção de participante deve dispor, no mínimo, sobre: (...) II – segregação de atividades e outras medidas destinadas a prevenir conflitos de interesse" Vide Resolução CVM nº 135/22.

⁷⁴ A referida limitação se aplica para a participação acionária de intermediários no capital social de bolsas, conforme disposto nos artigos 44 e 45 da Resolução CVM nº 135/22, que foi, recentemente, objeto de Consulta Pública (Edital CVM/SDM nº 06/23) com vistas a avaliação de eventual flexibilização do referido limite.

⁷⁵ "Art. 152. As entidades administradoras de mercado de balcão organizado são dispensadas: I – das limitações à aquisição de participação no capital social mencionadas nos arts. 44 e 45, observado o disposto no parágrafo único deste artigo; (...) Parágrafo único. A dispensa a que se refere o inciso I do caput depende: I – da existência de instrumentos legais que assegurem o exercício do poder de polícia da CVM sobre os acionistas, administradores e participantes; e II – na hipótese do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de: a) regras, procedimentos e controles internos aptos a identificar, prevenir e tratar adequadamente conflitos de interesses decorrentes da atividade de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante; e b) mecanismos de segregação das atividades de que trata a alínea "a" do inciso II deste parágrafo único, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado de balcão organizado e ao participante." Vide Resolução CVM nº 135/22.

⁷⁶ "Art. 90. É permitida a negociação simultânea de valores mobiliários em mais de uma categoria de mercado organizado de valores mobiliários. Parágrafo único. Exceto nas hipóteses previstas no art. 95, **é vedada a negociação simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado de ações e outros valores mobiliários representativos de ações.**" (grifos nossos). Vide Resolução CVM nº 135/22.

negociação em mercado de bolsa, não pode haver negociação em mercado de balcão organizado da mesma ação ou de direitos a ela correspondentes.

112. Assim, para permitir o exercício da atividade de internalização de ordens neste modelo, seria necessária a reforma do referido artigo 90, excluindo-se seu parágrafo único, de modo que fosse possível a negociação de ações em mais de um mercado organizado – ainda que referida simultaneidade fosse permitida tão-somente nos casos específicos de infraestruturas autorizadas pela CVM a operar como internalizadoras.

(b.2) O modelo de internalização em sistemas próprios dos intermediários

113. Outro caminho possível para a internalização seria por meio do uso de sistemas próprios dos intermediários, que é a forma mais comum de exercício da atividade em mercados onde a internalização de ordens já existe atualmente.⁷⁷

114. Ocorre que a Resolução CVM nº 135/22 disciplina que é vedada a negociação de valores mobiliários admitidos à negociação fora dos mercados organizados⁷⁸ e prevê

⁷⁷ Este foi o modelo adotado, por exemplo, na União Europeia: "L'assetto raggiunto con il recepimento della Direttiva del 1993, e l'emanazione del TUF, ha subito ulteriori evoluzioni, per effetto del recepimento della MiFID. L'impostazione di fondo della MiFID è nel senso di riconoscere, ed equiparare, mercati regolamentati e sistemi alternativi di negoziazione, eliminando - al contempo - l'obbligo di concentrazione delle operazioni in borsa, ancora in essere in alcuni Paesi dell'Unione Europea. A tal fine, la Direttiva introduce e disciplina una nuova tipologia di servizio (recte: di attività) di investimento, rappresentato dall'attività di gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities* - MTF), e prevede altresì la figura del c.d. "internalizzatore sistematico", quale canale per l'esecuzione degli ordini equipollente ai primi due." *In*: ANNUNZIATA, Filippo. **La disciplina del mercato dei capitali**. 12. ed. Torino: G. Giappichelli, 2023, p. 267. Sobre a figura do "internalizador sistemático": "Come peraltro precisato dal legislatore, l'internalizzatore sistematico negozia per conto proprio», agendo cioè in contropartita diretta con i propri clienti/utenti impegnando posizioni proprie; sotto questo profilo, può affermarsi che l'internalizzatore sistematico sia al contempo sede e parte della negoziazione, così svolgendo il duplice ruolo di «intermediario» e di «mercato»" *In*: GIANNELLI, Sfamini. **Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari**. 3. ed. Milano: Egea, 2018, p. 151.

⁷⁸ "Art. 94. É vedada a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses

expressamente apenas duas categorias de mercados organizados: bolsa e balcão⁷⁹. Nesse sentido, negociações internalizadas em sistemas próprios dos intermediários não são consideradas mercados organizados e, portanto, estariam vedadas.

115. Sendo assim, de modo a permitir esta modalidade de internalização, haveria dois caminhos possíveis: (i) o enquadramento de sistemas internalizados como mercados organizados; ou, alternativamente (ii) a reforma do mencionado artigo 94, a fim de permitir a negociação de valores mobiliários fora de mercados organizados no caso da internalização.

116. Tratemos primeiramente sobre o enquadramento de sistemas internalizados como mercados organizados. Nos termos da regulamentação atual, mercado organizado de valores mobiliários é o "ambiente físico ou sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros"⁸⁰.

117. Tecnicamente um sistema destinado à internalização de ordens é um sistema destinado à negociação de operações por um conjunto de participantes – os investidores e o próprio intermediário e que, portanto, está em linha com a definição supracitada, ambos atuando por conta própria.

admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM." Vide Resolução CVM nº 135/22.

⁷⁹ "Os mercados organizados se subdividem em mercados de bolsa e de balcão. (...) De acordo com o disposto no artigo 5º da Instrução CVM nº 461/2007, um mercado organizado será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão dependendo de algumas características que apresente." *In*: NODA, **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 19-20. No mesmo sentido, o disposto na própria Resolução CVM nº 135/2022: "CAPÍTULO III – MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS; Seção I – Categorias de Mercados Organizados de Valores Mobiliários; Art. 4º São características que diferenciam os mercados organizados de bolsa e de balcão, dentre outras (...)". Vide Resolução CVM nº 135/22.

⁸⁰ Vide Resolução CVM nº 135/22, artigo 2º, inciso VII.

118. Ocorre que, ainda que os sistemas internalizadores se qualifiquem como mercados organizados segundo sua própria definição, fato é que a Resolução CVM nº 135/22, ao se referir a mercados organizados, elenca somente os mercados de bolsa e de balcão organizado.

119. Ainda que se possa sustentar que mercados de bolsa e de balcão organizado não são os únicos tipos de mercados organizados e que os sistemas internalizadores se enquadram como forma de mercado organizado, seria desejável que o reconhecimento dessa condição fosse contemplado no nosso arcabouço regulatório que vier a adotar a internalização de ordens.

120. De toda forma, caso os sistemas internalizados fossem reconhecidos como mercados organizados, estar-se-ia ainda diante da mencionada vedação de negociação simultânea em mais de um mercado organizado, nos termos do artigo 90 da Resolução CVM nº 135/2022, demandando a mesma alteração supracitada na subseção (b.i).

121. Alternativamente, caso os sistemas internalizadores não fossem reconhecidos como categoria de mercado organizado, seria necessária a adequação do artigo 94 da Resolução CVM nº 135/2022, para prever a hipótese de internalização expressamente no rol de situações em que é possível a negociação fora de mercados organizados, admitindo assim o modelo de internalização, independentemente de seu enquadramento ou não como mercado organizado.

(b.3) As regras de transparência nos mercados

122. O tema da transparência está intimamente relacionado à internalização de ordens. Ainda que, como ressaltado pela própria CVM no Relatório Parcial de AIR, a transparência não seja inerente à internalização – ou seja, podem existir sistemas internalizados

transparentes ou não transparentes⁸¹ – o que se observa é que na maioria dos mercados em que foram implementados mecanismos de internalização de ordens, foi também adotado certo nível de opacidade das ofertas.

123. Embora a transparência pré-negociação seja estabelecida como um requisito de referência na maioria das jurisdições⁸², na prática a opacidade é o modelo admitido e mais difundido internalização, desde que haja melhoria de preço. É o caso, por exemplo, da Austrália, onde é prevista exceção específica à regra de transparência, possibilitando a internalização de ordens por meio dos chamados *crossing systems*, caso haja melhoria de preço.⁸³ O Canadá também adota modelo semelhante em que, embora prevaleça a regra de transparência pré-negociação, essa é afastada em determinadas situações, como quando há execução de ordens com melhoria de preços.⁸⁴

⁸¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 7.

⁸² A principal exceção a esse modelo ocorre nos EUA, em que não há obrigação expressa de divulgação de cotações. Caso essas sejam divulgadas, há a obrigação de reportá-las aos consolidadores, no entanto, na prática essa divulgação não ocorre no caso dos *broker-dealers* (na condição de internalizadores e ATS). Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 15.

⁸³ “De acordo com a regra 6.2.4, a melhoria de preço em relação ao “Best Available Bid” e ao “Best Available Offer” do mercado australiano corresponde a no mínimo um ‘tick-size’ ou uma transação ao melhor ‘mid- point’ disponível.”. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 122.

⁸⁴ “O mercado canadense é marcado por uma exigência padrão de transparência pré-negociação. (...) Entretanto, pode haver dispensa de tal exigência de transparência, permitindo inserções de ordens sem transparência pré-negociação (opacas ou “dark”) em “marketplaces” com base em alguns requisitos dispostos nas seções 6.3 e 6.5 da UMIR, dentre os quais destacamos, no contexto de internalização: (...) execuções imediatas contra qualquer tipo de ordem, desde que haja melhoria de preço (...).” In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 132.

124. No caso da Europa, ainda que a regulação do assunto seja mais restritiva, também há a previsão de concessão de *waivers*, de que forma que a transparência não é um valor absoluto.⁸⁵

125. Diante disso, embora o tema da transparência não seja da essência da internalização, é tema a ela conexo, de modo que se faz relevante sua análise em vista do arcabouço regulatório vigente.

(i) A relevância da transparência

126. A transparência se desdobra na transparência pré-negociação e na transparência pós-negociação. A transparência pré-negociação implica em que todas as ordens inseridas no livro central devam ser públicas antes mesmo dessas se tornarem operações efetivas de compra e venda.⁸⁶

⁸⁵ "Para permitir mecanismos sem transparência pré-negociação (opacos ou "dark"), referentes ou não a internalização de ordens, a UE encarregou às autoridades nacionais concederem suas dispensas regulatórias ("waivers") aos requisitos de transparência, através dos Artigos 4 e 9 da MIFIR." In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 20. A respeito dos casos regulados em que é prevista a concessão de *waiver*: "Le deroghe alla trasparenza rispondono in generale a un principio di economicità e si applicano ad operazioni che non contribuiscono al processo di normazione dei prezzi. Con riferimento alla fase di pre-negoziazione, la disciplina è differenziata a seconda della categoria di strumento finanziario interessato, ossia a seconda che si tratti di strumenti azionari o assimilabili (equity equity-like) ovvero non rappresentativi di capitale (non-equity). In particolare: per gli strumenti equity/equity-like, le esenzioni riguardano: (i) sistemi di abbinamento di ordini in cui il prezzo dello strumento finanziario è derivato dalla sede di prima ammissione alla negoziazione dello strumento stesso; (i) i sistemi che formalizzano le operazioni concordate nel rispetto di specifiche condizioni (*negotiated trade waiver*); (iii) gli ordini di dimensioni superiori rispetto alle normali dimensioni del mercato (*large in scale waiver*); (iv) gli ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini della sede di negoziazione in attesa della divulgazione al mercato (*order management facility waiver*);" In: ANNUNZIATA, Filippo. **La disciplina del mercato dei capitali**. 12. ed. Torino: G. Giappichelli, 2023, p. 293.

⁸⁶ "Pre-trade information concerns the posting of firm bids and offers, in both quote and order-driven markets, as a means to enable investors to know, with some degree of certainty, whether and at what prices they can deal" In: IOSCO. **Transparency and Market Fragmentation**, 2003, p. 43. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>.

127. Ou seja, uma vez recebidas as ordens de compra ou de venda de determinado ativo, a instituição administradora do mercado deve dar publicidade a tais ordens de forma que todos os investidores e/ou investidores potenciais tenham ciência de quais preços e quantidades estão disponíveis para negociação em dado instante.

128. A transparência pós-negociação é a publicidade tempestiva das operações realizadas, em especial os dados relativos à quantidade de ações negociadas, o preço realizado e a hora exata de sua concretização.

129. Tal publicidade – pré e pós-negociação – cria um curioso e importante aspecto dialético no comportamento dos investidores, tendo em vista que ao mesmo tempo que as ordens influenciam a formação do preço dos negócios, o preço dos negócios fechados também influencia os preços das ordens a serem inseridas no livro central por outros ou pelos mesmos investidores.⁸⁷

130. A transparência pré-negociação é um requisito essencial no mercado de bolsa, mas não necessariamente nos mercados de balcão, dada a natureza multilateral que os mercados de bolsa possuem em sua essência.

131. Ou seja, no mercado de balcão, a transparência pré-negociação não é um requisito mandatório, deixando a regulação espaço para que sejam estabelecidas as regras quanto à formação de preços.⁸⁸

⁸⁷ O preço dos negócios é ao mesmo tempo função da aplicação da resultante de oferta e demanda em vista do conjunto informacional; e bem jurídico em si merecedor de tutela, na medida em que eles próprios informam a formação de preços sucessivos.

⁸⁸ “Art. 145. Os ambientes ou sistemas de negociação do mercado de balcão organizado devem possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidas e divulgadas, que permitam, permanentemente, a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas.” Vide Resolução CVM nº 135/22.

132. Tanto é assim que é somente para as infraestruturas de bolsa que a própria Resolução CVM nº 135/22 estabelece como requisito específico para o ambiente ou sistema de negociação a publicidade das ofertas, *in verbis*:

Art. 119. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente: (...) III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.

(ii) Análise regulatória à luz da adoção do modelo de internalização de ordens

133. Considerando o exposto acima, observa-se que o Artigo 77 da Resolução CVM nº 135/22, dispôs genericamente, quanto aos mercados organizados de valores mobiliários, que:

Art. 77. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.
§ 1º Caso verifique que o mercado organizado não está adotando as medidas necessárias para o cumprimento do disposto neste artigo, a CVM pode determinar a adoção de medidas suplementares e, caso as deficiências apontadas não sejam corrigidas, cancelar a autorização para o funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários.
§ 2º As operações nos mercados de liquidação futura devem observar o disposto no Anexo Normativo I a esta Resolução.

134. Nesse sentido, importa observar que, embora referido artigo se refira genericamente a que “ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas”, a própria norma dispõe especificamente quanto ao balcão organizado de maneira diversa, como já se viu acima, permitindo que a autorregulação dos mercados de balcão estabeleça suas regras próprias, desde que essas assegurem adequada formação de preços.

135. Além disso, conforme também já se expôs, a transparência pré-negociação foi regulada em artigo próprio para os mercados de bolsa. A normatização do tema reforça,

portanto, o entendimento de que a característica da transparência pré-negociação é inerente à essência multilateral dos mercados de bolsa, não sendo necessariamente o caso do balcão.

136. À luz dos dois modelos analisados de internalização, quais sejam (i) constituição de infraestrutura de balcão organizado e/ou (ii) sistemas próprios dos intermediários, seria adequado fazer uma alteração do mencionado artigo 77 a fim de que se esclareça que os ambientes ou sistemas de negociação ali referidos são os sistemas de negociação de bolsas de valores.

137. Isso porque, embora não seja característica inerente à internalização a opacidade das ofertas, trata-se de característica comum nos mercados internalizados, inclusive em mercados de capitais mais desenvolvidos que o brasileiro.

(c) Pós-negociação

138. Eventuais impactos regulatórios relativos à possibilidade de internalização de ordens devem ser também analisados em função da fase de pós-negociação.

139. Uma vez realizada a negociação de valores mobiliários, duas etapas se fazem necessárias: (i) a transferência do ativo vendido na central depositária da conta de titularidade do acionista vendedor para a conta do acionista comprador; e (ii) a entrega do correspondente valor financeiro àqueles que venderam suas posições.

140. Esse processo se divide, portanto, entre a liquidação (i) física e (ii) financeira das operações.

(c.1) Liquidação física e a atividade de depósito

141. Conforme previsto na regulamentação em vigor, a liquidação física dos valores mobiliários negociados em mercados organizados deve ser feita na depositária central, sendo que o modelo brasileiro passa pela identificação do beneficiário final em contas individualizadas.⁸⁹ Ou seja, a transferência de titularidade de ativos decorrente da negociação deverá estar espelhada em uma central depositária, a qual é dotada inclusive de presunção legal quanto à veracidade das informações.⁹⁰

142. A atividade de depósito é regulada pela Lei nº 12.810/13, como já se viu⁹¹, bem como pela Resolução CVM nº 31/21, no que diz respeito aos valores mobiliários.⁹²

143. Atualmente, considerando que existe somente uma infraestrutura de mercado organizado autorizada a operar o sistema de negociação e que essa também opera a pós-negociação, temos no Brasil o que se costuma ser referido como modelo vertical integrado. Isso significa que, após encerrada a etapa de negociação, os negócios fechados são tratados nos processos da *clearing* da B3 ("*Clearing* B3") e da depositária da B3, que realiza a transferência de ativos do vendedor ao comprador e a correspondente transferência de recursos.

144. Isso não significa, no entanto, que tais etapas devam ser necessariamente integradas. Ou seja, é perfeitamente possível que a negociação de ativos se dê em sistemas internalizados operados por outras entidades e que as transferências de titularidade desses ativos venham a ser posteriormente lançadas nas contas dos respectivos comitentes.

⁸⁹ Vide Lei 12.810/13, Artigo 24, §3º, II.

⁹⁰ Vide Seção III.

⁹¹ Vide Seção III.

⁹² Coube ao Banco Central do Brasil a regulação do depósito de ativos financeiros, nos termos da Resolução BCB nº 304/23.

Inclusive, como se mencionou, a alocação de ativos nas contas de depósito depende de ordem expressa.⁹³

145. Esse processo poderia se dar através de duas modalidades: (a) contratação e acesso a uma central depositária; ou (b) constituição de central depositária própria, ou seja, entidade apta a realizar as transferências de titularidade dos ativos negociados que venha a ser verticalmente integrada ao próprio sistema internalizador.⁹⁴

146. A propósito da contratação de uma central depositária, que vislumbramos como modelo cuja viabilidade operacional nos parece ser a mais eficiente, cabem dois comentários, o primeiro relativo à regulamentação e o segundo relativo à autorregulação.

147. Primeiramente, cumpre observar que a CVM regulou o tema da contratação de depositárias centrais por outras entidades na Resolução CVM nº 31/21, ao dispor que podem ser participantes do depositário central outros sistemas de negociação, criando assim disciplina de acesso que pode ser aproveitada também aos sistemas internalizadores.⁹⁵

148. Além disso, a B3 – que atualmente é a única infraestrutura desta natureza autorizada a operar para o depósito de ações, como já se mencionou – já disciplinou no seu

⁹³ Vide Lei nº 12.810/13, Artigo 25, parágrafo único.

⁹⁴ Observe-se que, embora seja esse o modelo atualmente existente no caso da B3, a constituição de diversas centrais depositárias ligadas a novos sistemas de negociação poderia gerar dificuldades operacionais, considerando-se a própria forma como o mercado brasileiro se desenvolveu e vem se organizando. Nesse sentido, explora-se primordialmente neste parecer a possibilidade da contratação da depositária já existente, em vista das prováveis dificuldades de interoperabilidade entre diversas depositárias, bem como da eventual fragmentação de mercado que esse modelo poderia vir a gerar. Não obstante, destaque-se que a regulação atual prevê essa hipótese, que observaria as disposições da Resolução CVM nº 31/21 e da Resolução CVM nº 135/22.

⁹⁵ “Art. 5º São considerados participantes do depositário central: (...) III – os sistemas de negociação, sistemas de compensação e liquidação de operações e outros depositários centrais com os quais o depositário central mantenha vínculo contratual.” Vide Resolução CVM nº 31/21.

regulamento as regras de acesso pelos denominados “sistemas externos”, além de deveres e direitos relacionados a esse acesso.⁹⁶

149. Considerando, portanto, que “sistemas externos”, conforme definidos pelo Glossário da B3 contemplam sistemas de negociação⁹⁷, nos parece inclusive que o caminho para o acesso pelos sistemas internalizadores já está previsto na autorregulação da entidade autorizada a operar a depositária de ações.

150. Importante observar, no entanto, que essas regras foram redigidas à luz de situações concretas específicas, de modo que seria necessário observar, conforme a arquitetura de mercado adotada, se as regras operacionais existentes são suficientes para garantir a conexão dos sistemas internalizadores à depositária da B3.

151. Conclui-se, assim, que as regras atualmente existentes que impõem a identificação do beneficiário final em contas individualizadas de depósito em entidade depositária central não obstam a adoção de modelos de negociação internalizados – seja em vista da Lei 12.810/13, como já se viu⁹⁸, seja à luz da regulação aplicável, conforme aqui abordado.

(c.2) Liquidação financeira

152. Além da liquidação física, conforme se mencionou, deve ocorrer a transferência financeira correspondente à negociação realizada. Os sistemas de liquidação e compensação de valores mobiliários e ativos financeiros são regulados pela Resolução do Banco Central

⁹⁶ Artigos 42, 43 e 44 do **Regulamento da Central Depositária de Renda Variável B3**. Versão 02/05/2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/estrutura-normativa/pos-negociacao/.

⁹⁷ Sistemas externos são assim definidos: “sistema de negociação, sistema de contratação de empréstimo, sistema de compensação e liquidação ou central depositária detentor(a) de autorização de acesso para uso da câmara ou da central depositária da B3”. In: B3. **Glossário**. Versão 02/05/2024. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/estrutura-normativa/pos-negociacao/.

⁹⁸ Vide Seção III, (b).

do Brasil nº 304/23, sendo que a Resolução CVM nº 135/22 dispõe sobre as operações cuja liquidação depende de contraparte central.

153. No caso das operações realizadas em bolsa, a contraparte central é figura imprescindível.⁹⁹ E atualmente só existe uma câmara de compensação e liquidação de valores mobiliários autorizada a operar no Brasil, que é a *Clearing* da B3, que comanda a liquidação física e financeira dos ativos negociados.

154. Porém, para o mercado de balcão, diferenciam-se as operações realizadas em sistema centralizado e multilateral de negociação e execuções de negócios tendo como contraparte formador de mercado – casos em que haverá necessidade de contraparte central; e aquelas que são realizadas via sistema centralizado e bilateral de negociação – casos em que não há necessidade de contraparte central.¹⁰⁰

155. Sendo assim, a liquidação financeira da operação, mesmo no mercado de balcão, desde que seja bilateral, como seria o caso de sistemas internalizadores, pode ser feita independentemente de contraparte central.

156. Dito isso, observa-se que o processo de liquidação financeira segue lógica semelhante ao da liquidação física, dado tratar-se de fase de pós-negociação e, portanto,

⁹⁹ Art. 116, Parágrafo Único: “As operações realizadas no mercado de bolsa devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.” Vide Resolução CVM nº 135/22.

¹⁰⁰ “Art. 142. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; III – como sistema centralizado e bilateral de negociação, que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores entre contrapartes previamente habilitadas; ou IV – por meio do registro de operações previamente realizadas. Parágrafo único. As operações realizadas com a utilização das formas mencionadas nos incisos I e II do caput devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.” Vide Resolução CVM nº 135/22.

independente da forma como se deu a negociação – se no *lit market* ou em sistemas internalizados.

157. Assim, poderá ser realizado (i) por meio da contratação de *Clearing* já existente;¹⁰¹ ou (ii) de forma internalizada em sistemas próprios dos intermediários atendendo, a depender das características dos sistemas internalizados, ao disposto na Resolução BCB nº 304/23. Em qualquer caso, deverá se dar a integração com a depositária para devida emissão de ordem de transferência de titularidade dos ativos negociados.

(d) O dever de melhor execução e a regulamentação em vigor

158. O dever de melhor execução nasce num cenário de fragmentação de mercado, onde as ordens dos clientes podem ser executadas em mais de um sistema de negociação.

159. Decorre da relação principal-agente que gera para os intermediários deveres fiduciários perante o seu cliente, em particular aquele de obter para ele o melhor negócio disponível.

160. As discussões acerca do dever de melhor execução e sua tutela pública nascem a partir da insuficiência da tutela privada, na medida em que muitas vezes a escolha entre diferentes sistemas resulta em uma diferença financeira irrisória para o investidor, em particular para os investidores do varejo, o que também gera opiniões a respeito de sua relativização.

161. No Brasil, o dever de melhor execução é regulado pela Resolução CVM nº 35/21, que dispõe em seu artigo 20 sobre os parâmetros que devem ser levados em consideração pelos

¹⁰¹ Conforme já mencionado, as regras atualmente existentes no Regulamento da Câmara B3 já preveem o acesso à câmara de compensação e liquidação por sistemas externos e, assim como se mencionou a propósito da depositária na Seção IV (c.1), poderiam ser necessários eventuais ajustes pontuais à luz da arquitetura adotada para a internalização de ordens.

intermediários na execução de ordens para seus clientes. Esses parâmetros compreendem preço, custo, rapidez, entre outros fatores para os investidores qualificados, tendo o regulador privilegiado o critério do desembolso total pela operação para a execução de ordens provenientes do varejo.

162. A regulamentação vigente já contempla um arcabouço de deveres acessórios ao dever de melhor execução.¹⁰² Além da obrigatoriedade de elaboração de regras, procedimentos e controles internos que pautem sua obrigação de melhor execução,¹⁰³ a regra estipula obrigatoriedade de os intermediários, entre outros pontos: (i) fornecerem trilha de auditoria para aferição da melhor execução;¹⁰⁴ (ii) divulgar a seus clientes os diferentes mercados em que os valores mobiliários podem ser negociados e em quais desses é admitido como participante;¹⁰⁵ e, ainda, (iii) divulgar fatores que determinem a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando eles não forem indicados pelo cliente¹⁰⁶.

163. O critério adotado pelo regulador para as execuções decorrentes do fluxo de varejo foi exclusivamente o critério financeiro, conforme já assinalado, que se resume no desembolso total da operação. Ou seja, no momento da execução deve o intermediário, analisando as infraestruturas com as quais tem conexão, avaliar qual o custo final a ser

¹⁰² Esse assunto já havia sido objeto de discussão na Audiência Pública SDM nº 5/2013, quando “[...] a CVM quis ouvir o mercado quanto a aperfeiçoamentos necessários em face da possibilidade de fragmentação da liquidez.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 09/19**, p. 19. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0919edital.pdf.

¹⁰³ Resolução nº CVM 35/21, Artigo 21, inciso I.

¹⁰⁴ Resolução CVM nº 35/21, Artigo 21, inciso II. Ver, ainda: “(...) sublinha-se o inciso II, o qual requer do intermediário que possibilite a qualquer momento a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado, fornecendo “trilha de auditoria” para aferição da melhor execução.” *In*: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 73.

¹⁰⁵ Resolução CVM nº 35/21, Artigo 21, inciso III.

¹⁰⁶ Resolução CVM nº 35/21, Artigo 21, §1º, X.

arcado por seu cliente, devendo, portanto, executar naquela infraestrutura que oferecer a melhor condição financeira.¹⁰⁷

164. Note-se que num cenário de existência de várias infraestruturas de mercado, conforme também já assinalado, não estabeleceu o regulador obrigatoriedade de conexão com todas elas, mas somente a obrigatoriedade de informar ao cliente quais são todas elas e em relação às quais o intermediário tem conexão, o que teoricamente tem por objetivo informar ao cliente sobre as diferentes alternativas de preço de negociação e custo disponíveis.

165. Resulta disso que a regra atual é já essencialmente compatível com o modelo de internalização de ordens.

166. De qualquer forma, importante ter em mente que o cumprimento específico de tais deveres deve também ser analisado especificamente à luz da arquitetura adotada para a internalização. Isso porque, conforme já ressaltado ao longo deste parecer, existe mais de uma alternativa possível para a adoção do sistema de internalização de ordens, o que pode demandar ajustes regulatórios ou de autorregulação que ainda não é possível prever.

167. Esse é o caso, por exemplo, da possibilidade de adoção de mecanismos de consolidação de ofertas no Brasil (*consolidated tape*), que só se pode aventar à luz de um

¹⁰⁷ Observe-se que a regra prevista no §2º do artigo 21 da mesma resolução já afasta o critério preço-tempo em casos de "procedimentos específicos previstos em regulamento da entidade administradora de mercado organizado aprovado pela CVM". Digno também de nota é que o regulador não determinou expressamente o que se entende por desembolso total da operação. Uma interpretação literal nos levaria a acreditar que tratar-se-ia de mera comparação aritmética. No entanto, nesse conceito nos parece também que seria o caso avaliar o eventual custo de capital a ser incorrido pelo investidor, tais como aqueles exigidos como margem de garantia. Isso porque tais obrigações podem acarretar ônus financeiro ao investidor eventualmente até superiores às diferenças de taxas e emolumentos entre infraestruturas.

desenvolvimento que dependerá da ação do próprio mercado, se assim entender apropriado, por meio de autorregulação futura.¹⁰⁸

168. Assim, à luz da regulação atualmente existente, parece-nos que o cumprimento do dever de melhor execução em relação aos investidores de varejo deve se dar através de (a) criação de política que especifique os procedimentos adotados pelo intermediário para o cumprimento dos deveres de execução, que deverá incluir a informação a respeito das diferentes plataformas de negociação (se existentes) e das plataformas às quais o intermediário está conectado, cujos preços e custos associados serão confrontados para fins de aferição do dever de melhor execução; e (b) criação de procedimentos e/ou sistema parametrizável que tenha a capacidade de comparar o desembolso total do cliente, devendo armazenar tais informações para fins de cumprimento da trilha de auditoria, conforme requerida pela regulamentação em vigor.

(e) Conclusão parcial

169. De acordo com a disciplina regulamentar atualmente em vigor, a negociação de ordens de forma internalizada estaria vedada, seja ela realizada através de infraestruturas de mercados organizados, seja através dos sistemas próprios dos intermediários.

170. A admissão da internalização de ordens como mercado de balcão organizado demanda alteração da regra prevista no artigo 90 da Resolução CVM nº 135/22, a fim de

¹⁰⁸ Por ocasião da Audiência Pública SDM 09/19 (que resultou na Resolução CVM nº 135/22), a CVM se manifestou no sentido de que os requisitos mínimos para consolidação poderiam ser estabelecidos por meio de autorregulação. Vide COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de Ordens: Estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. Relatório. Rio de Janeiro: Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos/CVM, 2024, p. 71. Inclusive, a Resolução CVM nº 135/22 prevê que as informações relativas a negócios sejam disponibilizadas pelas infraestruturas do mercado financeiro de modo a facilitar a consolidação de dados entre entidades. Vide Resolução CVM nº 135/22, Artigo 39.

que se exclua a vedação atual à negociação simultânea de ações e direitos a ela correspondentes em mais de uma categoria de mercado organizado.

171. Quanto ao eventual uso de sistemas próprios dos intermediários – que é a forma mais comum de exercício da atividade em mercados onde a internalização de ordens já existe atualmente – há dois caminhos possíveis: (i) o enquadramento de sistemas internalizados como mercados organizados – seja por meio do reconhecimento de que esses sistemas se enquadram na definição já existente de mercados organizados do artigo 2º da Resolução CVM nº 35/22, seja por meio de uma normatização expressa desse enquadramento – caso em que a alteração do artigo 90 supracitada também seria necessária; ou, alternativamente, (ii) mediante a reforma do artigo 94 da Resolução CVM nº 135/22, a fim de reconhecer a negociação de valores mobiliários por meio de sistemas internalizados como exceção possível à proibição de negociação fora de mercados organizados.

172. Importante observar, ainda, que, embora a transparência não seja tema inerente à internalização, está intimamente relacionada a ela, observando-se que há algum nível de opacidade de ofertas presente na maioria dos mercados em que foram adotados sistemas internalizados. Sendo assim, e mesmo considerando a relevância das regras de transparência para formação de preços no mercado de valores mobiliários, entende-se que o modelo de internalização de ordens pressupõe certo nível de opacidade e que, portanto, pode ser necessária uma reforma no artigo 77 da Resolução CVM nº 135/22, a fim de que se esclareça que os ambientes ou sistemas de negociação referidos neste artigo são especificamente os sistemas de negociação de bolsas de valores.

173. Em relação à fase de pós-negociação, que se divide em liquidação física e financeira, observa-se que as regras atualmente existentes são suficientes para que ambos os processos possam ocorrer, independentemente do ambiente de negociação.

174. Quanto à liquidação física, ressalta-se que pode ser feita por meio da contratação e acesso à central depositária já existente, conforme regras dispostas na Resolução CVM nº 31/21 e também na autorregulação – ainda que ajustes pontuais nessa última possam vir a ser necessários para garantir a integração dos sistemas.¹⁰⁹

175. Em relação à liquidação financeira, entendemos que ela não depende de contraparte central e que também pode se dar em sistemas próprios dos intermediários – desde que devidamente constituídos e autorizados pelo órgão competente – ou pela contratação de sistema de compensação e liquidação já existente.

176. Por fim, quanto ao dever de melhor execução, entendemos que a regra atual é já essencialmente compatível com o modelo de internalização de ordens. O cumprimento dos deveres de melhor execução deve se dar através de: (a) criação de política que especifique os procedimentos adotados pelo intermediário para o cumprimento dos deveres de execução, que deverá incluir a informação a respeito das diferentes plataformas de negociação (se existentes) e das plataformas às quais o intermediário está conectado, cujos preços e custos associados serão confrontados para fins de aferimento do dever de melhor execução; e (b) adoção de procedimentos e/ou sistema parametrizável que tenha a capacidade de comparar o desembolso total do cliente e armazenar tais informações para fins de cumprimento da trilha de auditoria, conforme requerido pela regulamentação em vigor.

¹⁰⁹ Não se afasta a possibilidade de constituição de depositária central própria dos internalizadores em modelo vertical integrado para transferência física dos ativos entre contas de titularidade dos beneficiários finais, embora nos parece opção com maior dificuldade operacional.

V. Síntese das respostas aos quesitos

177. À luz da fundamentação trazida nos itens precedentes, segue síntese das respostas aos quesitos formulados.

(i) A internalização de ordens se enquadra nos princípios que regem o mercado de valores mobiliários brasileiro?

178. A partir de uma interpretação sistêmica da disciplina que rege o mercado de capitais, concluímos que a adoção do modelo de internalização de ordens no Brasil não só está em linha com os princípios que regem o mercado de capitais, mas também vai ao encontro do mandato de atuação da CVM.

179. Isso porque, conforme se viu, dentro do mandato legal atribuído à CVM, aquele de desenvolvimento do mercado de capitais assume papel relevante. Opções regulatórias que não atendam a esse objetivo precisam encontrar justificativa nos mandatos específicos também previstos no diploma legal. Nessa medida, eventuais prejuízos ao funcionamento dos mercados aventados de maneira abstrata não devem representar obstáculos à adoção de políticas regulatórias que visem o desenvolvimento do mercado, em particular na presença de evidências empíricas de que a internalização é mecanismo apto a promover melhoria da eficiência do mercado. A adoção do modelo não significa, no entanto, que não se deva atuar, caso necessário, na coibição de eventuais abusos que possam ocorrer.

180. Por fim, tendo sido observado que a internalização de ordens pode propiciar benefícios inclusive aos investidores de varejo, tampouco é válida a alegação de suposto mandato de proteção aos investidores a obstar a adoção de política regulatória que proporcione o desenvolvimento do mercado. Isso porque, além do mandato de proteção aos investidores ter destino bastante específico segundo o diploma legal - qual seja, a proteção dos investidores contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de

administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários –, eventuais prejuízos sofridos pelos clientes do perfil de varejo não são inerentes aos mercados que admitem a internalização em sua arquitetura. Além disso, a transferência de riqueza entre *noise traders* e *informed traders* é fenômeno observado no mercado de capitais nacional (assim como no estrangeiro), considerando o perfil heterogêneo de investidores no ambiente de negociação – inerente ao próprio mercado –, em particular em vista da presença dos HFTs ocupando o topo do livro, conforme se demonstrou.

(ii) É necessária alteração de Lei para permissão de internalização de ordens?

181. A Lei nº 6.385/76 não estabelece nenhuma vedação à possibilidade de negociação de ações por meio de sistemas internalizados, inclusive, admitindo disposição livre e superveniente a esse respeito, que deve ser exercida pela CVM segundo seu mandato legal.

182. A Lei nº 12.810/13, que disciplina a atividade de depósito centralizado e impõe a identificação dos ativos em conta de depósito em nome de cada beneficiário, tampouco apresenta óbices em relação à adoção de negociação em sistemas internalizados.

183. Em decorrência do exposto, não identificamos a necessidade de alteração legal para a adoção de negociações de ações em sistemas internalizados.

(iii) Quais são as alterações regulatórias para permissão da internalização de ordens?

184. Com base na análise das disposições das Resoluções CVM nº 135/22, 35/21 e 31/21, bem como da Resolução BCB nº 304/23, observamos que as alterações regulatórias

necessárias para permissão da internalização de ordens são pontualmente nos artigos 90 e 94 da Resolução CVM nº 135/22, conforme a arquitetura que venha a ser adotada.

185. Em se adotando o sistema de internalização sob a forma de mercado organizado, o artigo 90 deveria ser reformado, visando a permitir a negociação de ações e direitos dela decorrentes simultaneamente em mais de uma categoria de mercado organizado, o que hoje não é possível, ainda que referida simultaneidade fosse permitida tão-somente nos casos específicos de infraestruturas autorizadas pela CVM a operar como internalizadoras.

186. A alteração do artigo 94 dependeria da arquitetura de mercado adotada para a internalização.

187. Uma possibilidade seria reconhecer que os sistemas internalizados se enquadram no conceito de mercados organizados disposto no artigo 2º da Resolução CVM nº 135, ainda que ao longo da referida resolução sejam atualmente referidos como mercados organizados apenas os mercados de bolsa e de balcão organizado. Neste caso, seria desejável que o reconhecimento dessa condição fosse contemplado no arcabouço regulatório que vier a adotar a internalização de ordens. Ainda, caso os internalizadores sejam reconhecidos como mercados organizados, também necessária a alteração do artigo 90 referido acima.

188. Alternativamente, caso os sistemas internalizadores não sejam reconhecidos como mercados organizados, seria necessário alterar a redação atual do artigo 94, a fim de reconhecer a negociação de valores mobiliários por meio de sistemas internalizados como exceção possível à proibição de negociação fora de mercados organizados.

189. Também a depender da arquitetura de mercado que se adote para a internalização, pode ser necessária uma reforma no artigo 77 da Resolução CVM nº 135/22, para esclarecer que os ambientes ou sistemas de negociação referidos neste artigo são especificamente os sistemas de negociação de bolsas de valores, possibilitando a opacidade de ofertas em

sistemas internalizados. Importante ressaltar que, nos mercados em que já há a internalização, algum nível de opacidade é necessária, motivo pelo qual entendemos que essa modificação seria desejável.

190. Não foram identificadas alterações imediatas que sejam necessárias quanto à regulamentação da fase de pós-negociação, abrangendo neste cenário a liquidação física e financeira das negociações de ações. No entanto, à luz da arquitetura de mercado que se estabeleça, pode ser importante observar se a autorregulação existente é suficiente para permitir eventuais integrações entre sistemas que possam ser necessárias, ou se modificações pontuais poderiam ser requeridas para tanto.

(iv) As regras de identificação do beneficiário final na depositária central seriam óbice para a internalização de ordem?

191. As regras de identificação do beneficiário final na depositária central constantes da Lei 12.810/13 e da Resolução CVM nº 31/21 são compatíveis com a internalização de ordens. As regras relativas ao depósito de ações se referem à fase de pós-negociação e podem ser seguidas tanto em caso de negociação em bolsa como em caso de negociações que se deem em mercados internalizados.

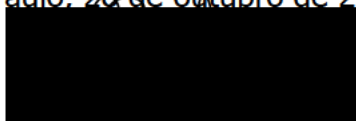
192. Para que a liquidação física ocorra em linha com essa regra, será necessário que seja contratada central depositária já autorizada a operar pela CVM, para a qual deverão ser enviadas as ordens de transferência de titularidade de ativos.

(v) Quais seriam os critérios para aferir o cumprimento da regra de *best execution* pelos internalizadores de ordens (artigo 20 da Resolução CVM nº 35 de 26 de maio de 2021)?

193. À luz das regras atualmente existentes que regem o regime de melhor execução, constantes dos artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 35/21, entendemos que a regra prevalente é a de desembolso total pelo investidor para aqueles investidores que compõem o segmento do varejo e que, para auferir o cumprimento desse dever, é necessária a criação de (a) política que especifique os procedimentos adotados pelo intermediário para o cumprimento dos deveres de execução, que deverá incluir a informação a respeito das diferentes plataformas de negociação (se existentes) e das plataformas às quais o intermediário está conectado, cujos preços e custos associados serão confrontados para fins de aferimento do dever de melhor execução; e (b) procedimentos e/ou sistemas parametrizáveis que tenham a capacidade de comparar o desembolso total do cliente e armazenar tais informações para fins de cumprimento da trilha de auditoria, conforme requerida pela regulamentação em vigor.

É o nosso parecer.

São Paulo, 28 de outubro de 2024.



Grasiela Cerbino