

São Paulo, 21 de outubro de 2024

A  
Assessoria de Análise Econômica (ASA)  
Da Comissão de Valores Mobiliários  
[asa@cvm.gov.br](mailto:asa@cvm.gov.br)

**Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24**

A **ALGUS HEDGE CONSULTORIA ECONÔMICA**, em atendimento ao Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24, expedido em 09/05/2024, vem apresentar o seu posicionamento sobre o Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (AIR), objetivando subsidiar os estudos sobre a regulamentação da Internalização de Ordens no Brasil.

Inicialmente parabenizamos os profissionais da ASA pela elevada qualidade do Relatório Parcial de AIR, onde se encontra um posicionamento muito técnico e fundamentado em experiências internacionais.

Da mesma forma, congratulamos a CVM pela iniciativa de avaliar a implantação do mecanismo de internalização de ordens no Brasil. Esta iniciativa demonstra uma postura favorável à modernização do mercado, ao alinhamento com o padrão de produtos e serviços disponível em outros importantes centros internacionais de liquidez e ao enfrentamento técnico de questões que envolvem a eventual regulamentação desta modalidade operacional do mercado de valores mobiliários.

Com o objetivo de trazer a nossa contribuição para a Tomada Pública de Subsídios, a presente manifestação, que se encontra em documento anexo, foi dividida em três partes, conforme descrito a seguir:

Na Parte I serão traçadas algumas considerações preliminares, com características técnicas sobre alguns conceitos e elementos do mercado, que ao nosso juízo afetariam diretamente o objeto da manifestação, que poderiam evitar dúvidas ou equívocos sobre os posicionamentos dispostos mais adiante.

A análise do roteamento de ordens e os pontos de atenção levantados em estudos e publicações estarão na Parte II. Esses elementos nos parecem fundamentais para a regulamentação do tema, evitando-se alguns dos efeitos que hoje são questionados em alguns países, resultado do excesso ou da falta de regulamentação ou de especificidade desta.

Finalmente, as questões levantadas no Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24 serão tratadas na Parte III.

Esperamos que a presente manifestação à Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24 auxilie nos estudos que estão sendo feitos pela ASA/CVM sobre internalização de ordens e os seus impactos sobre o mercado de capitais brasileiro e nos colocamos inteiramente à disposição da CVM para debater e analisar qualquer ponto que não se mostre claro ou, caso seja julgado necessário, sobre pontos adicionais ou para um maior detalhamento.

Atenciosamente,

Álvaro Affonso Mendonça

Sócio da Albus Hedge Consultoria Econômica

## ANEXO

### Manifestação sobre a Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24

Contribuinte da Manifestação:

Álvaro Affonso Mendonça

Sócio da Algas Hedge Consultoria Econômica

### Sumário

<b>Parte I – Considerações preliminares .....</b>	<b>4</b>
<b>I.a - Processo regulatório e a necessidade de parâmetros internacionais mais próximos da realidade brasileira e que tenham sido testados com sucesso.....</b>	<b>4</b>
<b>I.b - Mercado primário (bolsa) e mercado alternativo (plataformas multilaterais e balcão bilateral) .....</b>	<b>5</b>
<b>I.c - Fracionamento da liquidez, a formação de preços e as métricas de análise .....</b>	<b>7</b>
<b>I.d - Provisão Passiva de Liquidez (PLP e RLP) e Internalização de Ordens – características.....</b>	<b>10</b>
<b>I.e - Transparência da ordem e transparência da regra de execução .....</b>	<b>12</b>
<b>I.f - Ajuste na denominação do mercado de balcão .....</b>	<b>14</b>
<b>I.g - Tratamento da autorregulação no caso de internalização .....</b>	<b>14</b>
<b>I.h - Liquidação financeira dos negócios .....</b>	<b>15</b>
<b>I.i - Necessidade de escala para viabilizar o negócio de intermediação .....</b>	<b>16</b>
<b>I.j – A necessidade de uma Fita Consolidada para o mercado .....</b>	<b>17</b>
<b>Parte II – Análise dos efeitos do roteamento de ordens para outros sistemas alternativos, fora do mercado primário.....</b>	<b>18</b>
<b>II.a - Segregação do varejo e a redução do impacto de ruídos do livro .....</b>	<b>18</b>
<b>II.b - Benefícios apurados para o RLP e os potenciais benefícios da internalização .....</b>	<b>20</b>
<b>II.c - Benefícios do roteamento de ordens do varejo para os investidores informados .....</b>	<b>22</b>
<b>II.d - Benefícios do roteamento de ordens para investidores especializados na provisão de liquidez (Payment for Order Flow - PFOF).....</b>	<b>22</b>
<b>II.e - Estudos apontam que a atuação dos intermediários na provisão de liquidez é mais associada à prestação de serviços e diferenciação concorrencial do que à diferença informacional .....</b>	<b>23</b>
<b>Parte III - Pontos do Edital para a TPS .....</b>	<b>24</b>
<b>1. Problema Regulatório (inciso II do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020) .....</b>	<b>26</b>
<b>2. Fundamentação Legal (inciso IV do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020).....</b>	<b>30</b>
<b>3. Participantes Afetados (inciso III do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020).....</b>	<b>34</b>
<b>4. Benchmark Internacional (inciso IX do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020) .....</b>	<b>37</b>
<b>5. Objetivos Regulatórios (inciso V do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020).....</b>	<b>40</b>
<b>Referências bibliográficas .....</b>	<b>43</b>

## Parte I – Considerações preliminares

Esta primeira parte da manifestação se destina ao detalhamento técnico de alguns conceitos e elementos do mercado de capitais. Julga-se necessária essa etapa preliminar para abordar alguns pontos que se mostram relevantes ao entendimento dos benefícios da implantação da internalização de ordens no Brasil, bem como os potenciais desafios a serem enfrentados na sua regulamentação e, posteriormente, na supervisão.

I.a - Processo regulatório e a necessidade de parâmetros internacionais mais próximos da realidade brasileira e que tenham sido testados com sucesso

A internalização de ordens não representa uma novidade no mercado de capitais e já conta com uma ampla experiência regulatória, formada em diversos países. Da mesma forma, a fundamentação teórica que suporta a ação regulatória e a supervisão encontra-se em diversos estudos técnicos, que foram publicados pela comunidade acadêmica. Nesses estudos foram apresentados diferentes aspectos desta prática operacional e detalhados aspectos técnicos de microestrutura de mercado e indicações regulatórias de determinadas jurisdições que atuam como referência para os demais reguladores.

A experiência de outros reguladores e os desafios que estes enfrentam para manter o equilíbrio competitivo, a qualidade dos mercados e a transparência das operações representa um valioso instrumento para a regulamentação da internalização de ordens no Brasil, mas para adotar essa experiência como referência devem ser considerados alguns elementos como: (i) a estrutura regulatória do país analisado e seu grau de aderência à realidade brasileira, (ii) grau de desenvolvimento e de competitividade do mercado de capitais do país analisado, comparado com outros mercados do mesmo país ou com países participantes do mesmo bloco econômico ou comercial, e (iii) características do mercado de capitais, tais como: a competição entre mercados primários (bolsas), a capacidade dos intermediários para oferecer alavancagem operacional aos seus clientes ou a aplicação das regras a valores mobiliários ou participantes diferentes daqueles que se deseja adotar para o Brasil.

A experiência dos Estados Unidos da América é frequentemente tomada como referência para demonstrar a possibilidade de exageros por parte dos participantes e riscos para a transparência e segurança do mercado. Esse mercado, entretanto, apresenta uma estrutura regulatória significativamente diferente da realidade brasileira, com uma competição entre os mercados primários, responsáveis pela produção de parâmetros de preços e uma forte presença das regras de autorregulação para as atividades dentro e fora do ambiente de bolsa, enquanto que as regras para as operações em bolsa são de baixo detalhamento e baseadas nos princípios das regras estabelecidas nos anos 1930 com algumas atualizações pontuais.

Acreditamos que a experiência americana deve ser acompanhada, mas deveria trazer baixa contribuição para a regulação da internalização de ordens no Brasil. As significativas

diferenças regulatórias com relação ao mercado brasileiro e forma de atuação do regulador (SEC) e do autorregulador (FINRA) distanciam os resultados daqueles que potencialmente poderiam ser obtidos no Brasil.

No extremo oposto aos Estados Unidos temos a União Europeia, que apresenta uma forte regulação sobre o tema. Nesse caso também vemos um distanciamento da realidade brasileira. Não seria recomendada como referência em virtude da estrutura regulatória europeia, com um órgão central para a União Europeia (ESMA) e reguladores em cada país membro, que pode estabelecer condições específicas para o seu território ou até mesmo vedar a transação.

A realidade de mercado da União Europeia também é significativamente distante da brasileira pelo livre movimento de capitais e a moeda única que permite um nível de competitividade e exige muito do regulador. Há possibilidade de haver uma competição baseada em liberalidades do regulador de determinado país, atraindo as negociações que seriam executadas em outros países do bloco para a obtenção dessas vantagens. Essa possibilidade leva o regulador central a estabelecer parâmetros muito rígidos nos princípios e na mecânica de funcionamento dos mercados, o que também distancia da realidade brasileira e torna as experiências deste mercado como interessante para ser observada, mais pela vertente de inovação do que de regulação.

O Canadá se encontra em posição interessante pelos desafios regulatórios resultantes da proximidade cultural e física do mercado americano e do estilo regulatório mais próximo do modelo inglês. No aspecto principiológico a regulação canadense se mostra relevante e poderia orientar os trabalhos da regulação da internalização de ordens no Brasil. O regramento operacional, no entanto, guarda alguma proximidade do modelo da União Europeia, pela competição e autonomia regulatória das províncias.

Finalmente, temos o caso Australiano. Este modelo regulatório também abordado no Relatório Parcial de AIR, e se apresenta como mais próximo do modelo brasileiro, com uma regulação com nível de detalhamento técnico elevado e sem a presença da hierarquia regulatória observada na União Europeia e no Canada. Outra característica é a preocupação na preservação do mercado de capitais local, sob forte concorrência dos modernos mercados de Cingapura e Hong Kong, que se encontram muito próximos, regionalmente.

Desta forma, acreditamos que o modelo a ser identificado como uma referência para a regulação da internalização de ordens no Brasil seria aquele adotado pela ASIC para o mercado australiano. Poderia haver a adoção de componentes principiológicos do modelo canadense, pela própria estrutura do mercado e por serem eficientes na proteção à exportação do mercado, além de guardarem padrões ocidentais. Essa integração de padrões (canadense e australiano) se mostraria convenientes para contornar eventuais dificuldades de implantação desse modelo, que é mais adaptado a um padrão organizacional asiático.

I.b - Mercado primário (bolsa) e mercado alternativo (plataformas multilaterais e balcão bilateral)

Visando entender melhor o ambiente em que se desenvolverão as operações de internalização é necessário que sejam estabelecidos alguns conceitos importantes.

Inicialmente utilizaremos nessa manifestação uma designação de bolsa, plataformas multilaterais e balcão bilateral para as diferentes formas de negociação, pois, como discutiremos mais adiante, a designação de balcão organizado e não-organizado não se mostra adequada para o mercado brasileiro, que é um mercado grande e moderno e com uma regulação muito bem estruturada.

O mercado primário, representado pelas bolsas, são mercados que empregam um livro de ordens com limite central e acesso multilateral. O seu padrão de fechamento de negócios é baseado na prioridade de preço e na cronologia da apregoação da oferta. Tem uma característica de interferência multilateral e o administrador do mercado primário não pode ser contraparte nas negociações nem tem o compromisso de prover liquidez ao mercado.

São conhecidos como mercados transparentes (“*lit*”) e todos possuem visibilidade das características da oferta sem a identificação do cliente final.

Os preços são formados no mercado primário e se tornam uma referência de valor para os investidores deste mercado e de outros mercados, onde são adotadas outras modalidades operacionais, não identificadas com livro de ordens com limite central, nem com o acesso multilateral às ofertas.

As plataformas multilaterais de negociação, com denominações diversas em diferentes mercados apresentam uma finalidade diferente das bolsas. Normalmente possuem o acesso mais restrito, focado em determinadas características dos participantes (varejo, institucionais etc.) e do ativo (liquidez, representados por tokens, derivativos complexos, presença de provedor de liquidez na forma de *market maker*, nível de visibilidade etc.).

As plataformas multilaterais de negociação podem ter diferentes livros de ofertas alguns com transparência (“*lit*”) e outros com transparência parcial (“*dark*”) em função da proteção da identidade do cliente final ou de haver distorção na formação de preço pela quantidade ofertada, liquidez ou complexidade da operação.

Alguns livros de oferta das plataformas multilaterais de negociação podem admitir regras que impliquem na internalização de ordens, como se observa nos principais mercados de capitais do mundo.

Finalmente temos o balcão bilateral, que abriga operações diretas entre o intermediário e seus clientes, sem a possibilidade da multilateralidade. As operações neste ambiente ocorrem sem transparência pré-trade (“*dark*”), mas com uma regra de execução de negócios que estabelece as condições de preço (fonte da informação, característica do uso) e liquidação (direta entre as partes ou através de provedores de serviço de liquidação e se serão feitas por liquidação bruta ou líquida e diferida) e que é previamente conhecida e aceita pelas partes.

O balcão bilateral é empregado principalmente para a internalização de ordens. Tem como características a restrição do acesso apenas para os clientes do intermediário e não admite o fechamento de ordens entre os clientes. As operações realizadas no balcão bilateral normalmente enfrentam obrigação regulatória de transparência pós-trade para efeito de acompanhamento do mercado e da supervisão de mercado (a transparência pré-trade estaria nas regras de fechamento de negócios, que é pública e aceita pelas partes).

### I.c- Fracionamento da liquidez, a formação de preços e as métricas de análise

O efeito denominado de fracionamento da liquidez foi amplamente citado no Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório, evidenciando uma justa preocupação do regulador, que é compartilhada em todos os demais mercados onde a internalização é admitida. A cautela visa preservar a qualidade e eficiência da formação de preços e proteger os investidores considerados como menos informados.

A preocupação com o fracionamento da liquidez iniciou-se em estudos realizados nos anos 1980 e 1990, quando as operações realizadas nas bolsas eram executadas em pregão viva-voz e não havia tecnologia suficiente para a arbitragem de preços entre os mercados. Nos Estados Unidos esses efeitos foram bastante estudados e foi iniciada a modelagem da microestrutura de mercado, analisando o funcionamento do livro de ofertas e buscando medidas para a eficiência da formação de preços e os impactos do fracionamento sobre essa eficiência. Nessa época, no Brasil, foi observada uma gigantesca consolidação das bolsas regionais, capitaneada pela Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e encerrada uma fase de múltipla formação de preço para o mesmo ativo em um mesmo momento.

Para analisarmos o atual estágio dessa preocupação com a fragmentação da liquidez, devemos analisar a origem da informação de preços de um ativo para o mercado e os métodos atualmente empregados para medir essa eficiência.

O principal centro de liquidez é o mercado primário, as bolsas. Essa é principal fonte de informação de preços, proveniente de uma interação multilateral em um livro de ordens com uma regra de limite central para o fechamento de negócios. O fracionamento do mercado ocorreria pela competição entre mercados primários, negociando simultaneamente o mesmo título ou valor mobiliário e na presença de condições que dificultem a arbitragem entre os livros de ordens.

Também é estudada a situação em que as operações fora do mercado primário teriam uma proporção tão relevante frente a esse mercado fornecedor do preço, que se chegaria à situação de uma parcela muito pequena das operações ou ofertas para a arbitragem do preço de um número muito grande de negócios fora do mercado primário.

Os efeitos de ambas as situações descritas acima seriam sentidos tanto pelos investidores que acessam o mercado primário, quanto pelos investidores que utilizam as suas informações para a negociação ou tomada de decisão. Estaria configurada a perda da eficiência na formação de preços.

O fracionamento da liquidez (algumas vezes denominada na literatura como fragmentação de mercado) é tratada em Harris [2003]<sup>1</sup> e Lehalle e Laruelle [2018]<sup>2</sup>. As causas são atribuídas à criação de diferentes núcleos de negociação do título ou valor mobiliário, que, segundo os autores, poderia ser causada tanto pela concorrência entre bolsas com listagem

<sup>1</sup> Harris, Larry – Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. Oxford University Press, 2003. Págs. 394 – 409.

<sup>2</sup> Lehalle, Charles-Albert; Laruelle, Sophie – Market Microstructure in Practice 2<sup>nd</sup> edition. World Scientific, 2018. Págs. 117 – 142.



do mesmo valor mobiliário, reduzindo a importância do principal centro de liquidez (mercado primário) ou pela atividade de plataformas multilaterais de negociação ou balcões bilaterais. As consequências do fracionamento da liquidez para os mercados primários estão na capacidade de estes absorverem ordens sem que ocorram impactos de preços e na qualidade da informação do preço de mercado do ativo, pela presença de diferentes centros de liquidez negociando simultaneamente.

A qualidade da informação tem sido tratada de maneiras diferentes, com os Estados Unidos, por exemplo, optando pela criação de uma fita consolidada de preços, onde as ofertas de um mesmo ativo nos diferentes centros de liquidez são agregadas. A fita consolidada, então, passa a ser a referência de mercado para a execução de ordens em internalização nos diferentes balcões bilaterais.

Na Europa o tratamento é dado por um esforço regulatório para a preservação da integridade das informações do mercado primário, através da limitação da atividade das plataformas multilaterais de negociação e dos balcões bilaterais.

Um ponto importante a ser mencionado é que o processo de fracionamento da liquidez pode ser medido e tratado pela regulação de forma a proteger o mercado primário e preservar a qualidade do mercado como um todo.

O fracionamento da liquidez tem a sua medição tratada em Lehalle e Laruelle [2018] através de um indicador denominado de Entropia de Kolmogorov-Shannon. Esse indicador é emprestado da física e tem como finalidade medir o “nível de confusão” de um sistema. Através de uma fórmula de cálculo relativamente simples é possível medir o grau de “esvaziamento” da liquidez do mercado primário e estabelecer limites para essa participação de estruturas de negociação alternativas na liquidez total. Isso preserva a importância do mercado primário principal para a formação eficiente do preço (em algumas circunstâncias do conjunto de mercados primários operando simultaneamente).

$$Entropia = \sum_{k=1}^n m_k \times \log(m_k)$$

Onde,  $M_k$  é a participação no mercado do k-ésima estrutura de negociação.

A regulação deve buscar uma participação para os mercados alternativos que não reduza de forma significativa a liquidez no(s) mercado(s) primário(s) e prejudique a formação de preços. Para isto é empregado um valor para essa participação que minimize a função de perda da entropia, ou seja que atenda à participação limítrofe para os mercados formadores de preços (primários) e ao mesmo tempo torne mínima a entropia do mercado.

Esse modelo é empregado na Europa e tem conseguido tornar a regulação muito objetiva e eficaz, tornando possível a convivência de 2 mercados primários e de 4 grandes MTF (*Multilateral Trading Facility* – que seriam os mercados de balcão multilateral no Brasil). Neste caso o nível de liquidez base para a fixação do preço com eficiência foi estabelecido



em 40% do total de negócios e cada MTF teve uma participação limitada a 15% do volume total negociado no mercado<sup>3</sup>.

No caso brasileiro, com apenas 1 participante classificado como mercado primário, a entropia é zero. Ou seja, não existe qualquer “confusão” para a determinação do preço do ativo ou valor mobiliário. O nível de entropia ainda permanece baixo se um participante dominasse a liquidez do mercado primário e os demais mercados primários do mesmo ativo ou valor mobiliário não mostrasse uma participação significativa. Dessa forma, o estabelecimento de um limite de 15% do total de ordens do intermediário para o RLP (inspirado na regra europeia, mas com o limite não tomando o mercado como um todo) se mostra exagerado (reservando até 85% das ordens para o mercado primário) e distorce o acesso ao mecanismo por beneficiar os intermediários com maior fluxo de ordens.

Outra medida utilizada é a avaliação das consequências do fracionamento da liquidez sobre o livro de ordens do mercado primário. Normalmente essa medida não é adotada apenas quando a internalização de ordens é exclusivamente feita para clientes de varejo, pela baixa relevância desse tipo de participante na execução de ordens de grande volume. Da mesma forma a medição não é empregada quando existe apenas um mercado primário, pois a competição entre as bolsas, com a permissão de múltipla listagem do mesmo título ou valor mobiliário seria um dos principais elementos para a deterioração da liquidez.

A medida de impacto seria dada pela capacidade de execução imediata de ordens no mercado primário, sem a ocorrência de impactos de preço. Para essa medida, o padrão é adotar uma ordem com o tamanho médio das ordens daquele título ou valor mobiliário que são executadas nas plataformas multilaterais e/ou nos balcões bilaterais. O valor desse efeito do fracionamento da liquidez seria obtido pela verificação do tempo de execução ou de impacto de preços de uma ordem de tamanho e característica semelhante no mercado primário, tomando-se como referência as condições que eram observadas antes da última entrada de uma estrutura alternativa de negociação.

Desta forma verifica-se o nível ideal de competição entre diferentes participantes, preservando-se a eficiência e integridade da capacidade de absorção do mercado primário e a oportunidade para o surgimento de alternativas operacionais, oferecidas pelas plataformas multilaterais e pelos balcões bilaterais.

Uma regra de bolso adotada em estudos de Lehalle e Laruelle [2018] e Chen e Duffie [2021]<sup>4</sup> é que não seria necessária a aplicação de medidas prudenciais para preservar a liquidez do mercado e a eficiência informacional nas seguintes condições:

- (i) Quando existe apenas um mercado primário com participação na execução de ordens superior a 50% de todas as ordens executadas para o ativo ou valor mobiliário;
- (ii) Quando for verificado que mesmo com a presença de mais de um mercado primário não existe dupla listagem do ativo ou valor mobiliário e a condição de 50% é preservada.

<sup>3</sup> A literatura aponta como nível mínimo para a participação dos mercados primários na liquidez total seria de 50%, mas devido ao grande tamanho dos MTF europeus a regulação flexibilizou este limite para 40% sem perdas para o mercado.

<sup>4</sup> Lehalle e Laruelle [2018] e Chen e Duffie [2021] (Chen, Daniel, and Darrell Duffie. 2021. "Market Fragmentation." *American Economic Review*, 111 (7): 2247–74)

O tema do fracionamento de liquidez ainda é objeto de diversos estudos, pois observa-se que algumas das conclusões apontadas como um “risco” para a eficiência e de difícil medição e controle são normalmente respaldadas por critérios anteriores à atual completa eletronificação dos mercados. A presença de uma forte atividade competitiva entre arbitadores de mercado, baseadas em sistemas de alta frequência e orientados por uma forte modelagem financeira, traz novas perspectivas de estabilidade para a microestrutura de mercado.

Em seu artigo, publicado em sua versão preliminar em 08/07/2024, os pesquisadores Muhle-Karbe, Neuman e Shadmi [2024]<sup>5</sup> do *Imperial College London* escreveram sobre a possibilidade de surgimento de um “limite fluido” em mercados excessivamente fragmentados. Esse limite se comportaria de forma mais consistente (em termos técnicos) e eficiente (na capacidade de transmitir uma exata ideia de valor ao mercado).

A situação em que ocorreria esse “limite fluido” estaria na capacidade absoluta de arbitragem entre os diferentes núcleos de liquidez e na competição entre os arbitadores. Segundo os autores, a arbitragem passaria a usar um preço definido por modelos de finanças, com elevada eficiência e em condições de convergência de todos os algoritmos de arbitragem, com uma vantagem informacional muito grande para os investidores de todos os núcleos de liquidez.

Os autores apresentam essa nova visão da microestrutura de mercados fragmentados como uma alternativa à fita consolidada, com o preço dos ativos ou valores mobiliários negociados simultaneamente em diferentes mercados convergindo para um valor de equilíbrio técnico, através de mecanismos criados pelo próprio mercado em uma condição que deveria ser estimulada pelos reguladores.

#### I.d- Provisão Passiva de Liquidez (PLP e RLP) e Internalização de Ordens – características

Outro ponto que julgamos importante destacar é a diferença entre os mecanismos de provisão passiva de liquidez e a internalização de ordens. Alguns estudos, tentam colocar os dois mecanismos como substitutos ou equivalentes, porém as regras de funcionamento, as motivações dos participantes e os resultados para os investidores são bastante diferentes. Devemos, portanto, tratá-las como funcionalidades de mercado diferentes e reconhecer que as experiências obtidas com uma dessas funcionalidades podem ajudar na regulamentação, mas não deve ser tomada integralmente como um referencial.

O mecanismo de provisão passiva de liquidez é relativamente recente no mercado e tem como referenciais o PLP (*Passive Liquidity Protection*, da Eurex) e o RLP (*Retail Liquidity Provider*, da B3).

O PLP já se encontra definitivamente aprovado pela ESMA e possui diversos estudos publicados sobre o seu mecanismo de atuação e impactos sobre a liquidez e eficiência de informação de preços. O RLP também foi definitivamente aprovado em agosto de 2024, por

<sup>5</sup> Muhle-Karbe, Johannes and Neuman, Eyal and Shadmi, Yonatan, Fluid-Limits of Fragmented Limit-Order Markets (July 05, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4885968>

decisão unânime do Colegiado da CVM, após um longo período de avaliação regulatória. Os dois mecanismos foram lançados quase que simultaneamente e são analisados pela SEC, objetivando a sua introdução nos Estados Unidos da América.

O mecanismo de provisão passiva de liquidez é executado no mercado primário, empregando um livro de ordem diferente do livro central e tendo como regra de fechamento de ordens ter o intermediário ou outro agente por ele designado como contraparte de todos os negócios.

Algumas vezes podem ser observados estudos que, equivocadamente, apontam a possibilidade de as ordens da provisão passiva terem “furado a fila” do livro de ordem central. No entanto, essa lógica que comprometeria a regra de fechamento de negócios (razão de ser das bolsas) não é subvertida. O negócio é fechado em um livro à parte, onde não é admitida a interferência de outro investidor que não seja aquele indicado pelo intermediário para ser contraparte dos negócios. Assim sendo, os negócios da Provisão Passiva de Liquidez são fechados em um livro que não é multilateral (é bilateral) e que é administrado e controlado pela bolsa.

O preço de execução do negócio sempre toma como referencial as melhores ofertas do primeiro nível do livro central, podendo ter melhora de preços ou não. Outra característica é que esse mecanismo conta com custos de emolumentos, cobrados pelo administrador do mercado primário e com liquidação pela *clearing*, junto com outras operações cursadas no livro central (também implicando custos operacionais para o investidor e para o intermediário).

A internalização tem todos seus negócios executados fora do ambiente do mercado primário, com a possibilidade de ter como contraparte para o fechamento de ordens dos investidores tanto o intermediário, quanto outro investidor (*cross trade*, executado para as carteiras de investidores especialistas no título ou valor mobiliário executado). Não existe a administração e controle pelo administrador do mercado primário e, portanto, não são cobrados os custos de emolumentos dos investidores com ordens executadas em regime de internalização.

A liquidação financeira frequentemente ocorre com o uso da conta do cliente no intermediário e, em algumas localidades onde é permitido, pode contar com a concessão de crédito operacional pelo intermediário ao seu cliente. Essas operações normalmente também ocorrem sem custos de liquidação financeira para o investidor, exceto quando ocorre a liquidação através de uma contraparte central ou de um banco de liquidação (*settlement bank*).

Estudos realizados pelo regulador do mercado francês<sup>6</sup> (AMF) aponta para diversas vantagens na provisão passiva de liquidez para determinados ativos e valores mobiliários. Essas vantagens abrangem os investidores informados (institucionais) e os investidores não-informados (varejo), como veremos mais adiante em detalhes. No entanto, este mesmo relatório aponta para as dificuldades de gerenciamento de riscos pelos intermediários que atuam como provedores de liquidez usando a carteira própria da instituição como contraparte

<sup>6</sup> Benhami, K., Demartini, A., Schwager, L. – Retrospective Analysis of the Impact of Liquidity Contracts on the French Market (December 2019 – May 2020) and Potential Changes in Accepted Market Practice. *Autorité des Marchés Financiers*, April 2021 (amf-france.org).

e a presença de custos de emolumentos para os investidores, que reduzem a potencial vantagem de ter as suas ordens direcionadas para fora do livro central.

Segundo esse mesmo estudo da AMF a principal fonte de risco para o provedor de liquidez estaria no desbalanceamento do fluxo de ordens, principalmente aqueles causados por eventos durante o pregão.

Ainda segundo esse estudo, o posicionamento passivo do intermediário nesta funcionalidade operacional também impede a execução de estratégias de posicionamento em determinado título ou valor mobiliário para a formação de lotes maiores e o atendimento de clientes institucionais, que representa uma das principais atratividades da internalização para o provedor de liquidez.

#### I.e- Transparência da ordem e transparência da regra de execução

A transparência da ordem, na condição pré-trade e pós-trade foi abordada no Relatório Parcial de AIR, mostrando uma preocupação com relação aos efeitos de uma redução da transparência de ofertas e negócios e os eventuais impactos sobre a eficiência do mercado.

A necessidade desta transparência é abordada em diversos artigos acadêmicos e existem algumas avaliações de seus efeitos sobre a eficiência do mercado. No entanto, a preocupação está muito mais voltada ao fracionamento da liquidez nos mercados primários, do que nos procedimentos adotados nos mercados alternativos (plataformas de negociação multilaterais e nos balcões bilaterais).

Para melhor entendermos essa necessidade ou não de transparência, analisaremos, abaixo, sob o ponto de vista de microestrutura de mercado para identificar em quais condições se faz necessário e quando haveria mecanismos substitutos eficientes.

A transparência pré-trade é uma condição essencial para o mecanismo de funcionamento do livro de ordem central com acesso multilateral. As ordens devem ser visualizadas por todos os participantes em seus aspectos básicos (natureza, preço e quantidade) e devem ter como característica ser uma oferta firme, ou seja, quando disponível no livro pode ser executada em sua totalidade ou, quando as regras permitem, parcialmente.

Nos mercados alternativos, quando a ordem é executada, uma das condições é que o preço será dado por uma regra conhecida pelas partes, normalmente as ofertas do mercado primário no instante da execução ou o preço médio do dia para operações de grande volume, como aquelas praticadas por investidores institucionais.

Outro ponto é que no mercado alternativo, principalmente o bilateral, que tem acesso mais restrito ou exclusivo para o fechamento de negócios as partes se conhecem e ficam confortáveis com as regras e conhecedoras do risco de crédito do negócio. Neste caso específico a transparência pré-trade não é mais essencial, pois é dada pela regra de fechamento de negócio e tem seus detalhes apresentados exclusivamente à contraparte designada pela regra.

A transparência pós-trade, no entanto, é importante para as operações cursadas tanto no mercado primário, quanto no alternativo. Nos Estados Unidos e na Europa a divulgação de informações normalmente emprega um agente independente, autorizado e supervisionado

pela autoridade reguladora e isso garante a vantagem de redução de custos para os participantes e uniformização da informação para o mercado.

No Brasil foi observada uma redução na qualidade da informação pós-trade e na preocupação da CVM com esse elemento. Para o mercado de balcão a preocupação vem desde a Instrução CVM 42 de 28/02/1985 e para o mercado primário desde a Instrução CVM 461, de 23/10/2007.

Na Instrução CVM 461/07, no Capítulo III, Seção II, Art. 16, inc. I existe inclusive a obrigação de se manter o histórico de informações de ofertas e negócios pelo prazo de 5 anos ou até o encerramento das investigações, mas essa obrigatoriedade não foi mantida na Resolução CVM 135/22 e mesmo antes dessa desincumbência não havia mais as referidas informações em condições públicas (antes disponíveis em arquivos textos de ofertas de compra, ofertas de venda e negócios de todos os mercados em base de dados que era denominada de ftp).

A importância desse histórico de informações vai desde a realização de estudos de finanças comportamentais, testes de sistemas, avaliação de regras para acompanhamento do risco de mercado por intermediários, gestores de recursos e investidores. Adicionalmente os arquivos podem ser utilizados para a defesa de participantes em processos administrativos e judiciais envolvendo as condições do mercado no instante apontado para a irregularidade e a sua falta poderia comprometer um direito fundamental do cidadão na ordenação jurídica brasileira e constituir cerceamento de defesa.

Hoje as informações históricas do mercado brasileiro se resumem a poucos dias e com um elevado nível de agregação. Desta forma, vemos que já existe um comprometimento sério das informações pós-trade do mercado e, pelo encaminhamento dado na Res. CVM 135/22, com a anuência e conhecimento da CVM. Considerando que a produção dessas informações sempre foi remunerada pelos participantes através dos emolumentos cobrados pela bolsa, a supressão da informação levou a um benefício para a bolsa em detrimento de atividades nobres do mercado de capitais, como: a pesquisa, o desenvolvimento e o teste de produtos financeiros, o gerenciamento de risco e compliance, além da capacidade de defesa dos participantes em processos sancionadores.

Assim sendo, sugerimos que as regras para divulgação de informações pós-trade adotem padrões internacionais com a designação de agentes especializados no gerenciamento de informações, que os administradores de sistemas e plataformas apresentem um histórico de ofertas e negócios, além de informações analíticas do mercado, disponíveis em seus boletins diários, para um prazo suficientemente longo e disponível de forma pública, sendo este prazo compatível com o regime dos processos administrativos (pelo menos o prazo prescricional de 5 anos e com prazo ideal de 6 anos, considerando um eventual prazo inicial de investigações de 1 ano).

Para as regras de divulgação de informações pré-trade, sugerimos que continuem com a obrigatoriedade para o mercado primário e para os sistemas multilaterais de negociação com livro de ordens de limite central. Para os sistemas alternativos bilaterais, a obrigatoriedade deveria ser restrita às regras de aceitação de ofertas e de fechamento de negócios, sempre com referência em uma fonte pública de preços, seja proveniente do mercado primário, seja de uma fita consolidada de preços e ofertas, no caso de haverem mais de um mercado primário para o ativo ou valor mobiliário, que resultem em múltiplas fontes de preços.

## I.f- Ajuste na denominação do mercado de balcão

Esse ponto das considerações preliminares se apresenta muito mais como uma sugestão para melhoria do entendimento do mercado brasileiro e para o alinhamento regulatório com outros mercados internacionais relevantes. Ademais, com a regulamentação da internalização de ordens, deverá ocorrer um aumento da importância das negociações cursadas por sistemas alternativos, atualmente denominados de mercado de balcão não-organizado.

No Brasil, a regulação determina que a CVM é responsável por regular, autorizar e supervisionar o funcionamento de três tipos de mercados: (i) as bolsas, (ii) os mercados de balcão organizados e (iii) os mercados de balcão não-organizados.

A denominação de bolsas nos parece adequada e alinhada com a regulação dos principais mercados internacionais.

A designação dada aos meios alternativos de negociação é menos intuitiva e transmite pouca informação sobre a finalidade que a autoridade regulatória deseja observar e traz uma carga informacional no nome que é desnecessária e negativa.

Diferenciar o mercado de balcão como organizado e não-organizado além de não trazer essas informações essenciais para o entendimento de suas funções, traz uma componente que injustamente aponta para a possibilidade de um relaxamento na segurança do investidor. A entidade responsável por organizar o mercado não pode admitir que um dos seus mercados seja não-organizado e, adicionalmente, correr o risco de induzir o investidor a pensar que as operações ali cursadas não são regulamentadas e supervisionadas e que o administrador do mercado classificado como não-organizado não é uma entidade autorizada pela CVM.

Desta forma, sugerimos que seja considerada a possibilidade de rever essas denominações, tornando a norma mais neutra em termos competitivos, conforme abaixo:

Denominação atual	Sugestão de denominação	Observação
Mercado organizado de bolsa	Mercado de bolsa	Retirar a expressão “organizado”
Mercado de balcão organizado	Mercado de balcão multilateral	Trocar “organizado” por multilateral, tornando mais evidente a sua característica organizacional
Mercado de balcão não-organizado	Mercado de balcão bilateral	Trocar “não-organizado” por bilateral, tornando mais evidente a sua característica organizacional

## I.g- Tratamento da autorregulação no caso de internalização

A autorregulação é um elemento importante para a manutenção da atualidade das regras e a Resolução 135/22 manteve a linha de regulação do tema, mantendo a atividade descentralizada e sob a responsabilidade do administrador do mercado.



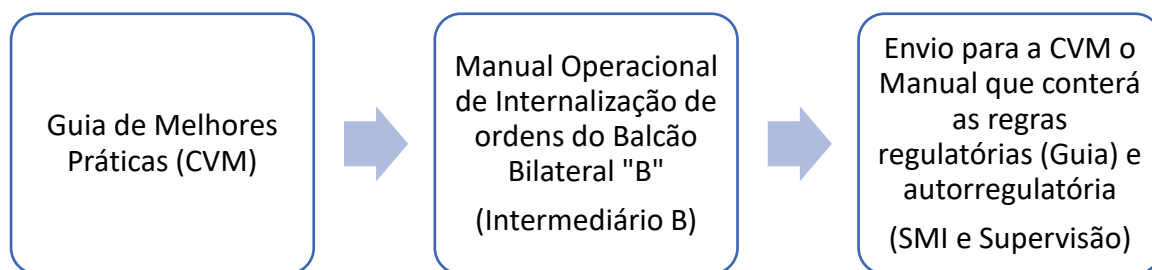
No caso da internalização de ordens, no entanto, a estrutura é bem diferente daquela verificada hoje. Nos Estados Unidos da América a FINRA, que é uma entidade independente, assumiu a autorregulação e a supervisão das operações internalizadas, mas essa estrutura de organização do mercado e da autorregulação é bem diferente da observada no Brasil.

Pela relevância na organização do mercado e na manutenção de práticas competitivas saudáveis sugerimos que a autorregulação das operações de internalização seja feita por uma instituição independente e vinculada à atividade de negociação no mercado de capitais. A ANCORD, por exemplo, desempenha um papel muito relevante no fomento da qualidade e segurança dos serviços das corretoras e distribuidoras. É o certificador dos Assessores de Investimento e responsável pelos exames de certificação do PQO, da B3 e ainda atua nas certificações do mercado agro e de criptoativos.

Como uma alternativa à sugestão acima, a CVM poderia optar por uma iniciativa descentralizada e coordenada e supervisionada pela própria CVM. A base para essa atividade descentralizada estaria na confecção de um Guia de Melhores Práticas para a internalização de ordens. Produzido e divulgado ao mercado, o Guia guardaria uma linha principiológica e regularia o comportamento dos intermediários na produção de suas regras de operações.

O Guia de Melhores Práticas estaria alinhado com padrões internacionais e receberia todos os ajustes que fossem considerados pertinentes à manutenção da segurança e eficiência das operações.

Todas as regras de funcionamento da internalização deveriam ser públicas e passariam por uma adesão formal do cliente que teria as suas operações internalizadas (*opt-in*) e deveriam conter a possibilidade de interrupção das operações pelo cliente a qualquer momento (*opt-out*). As regras também deveriam ser enviadas à CVM que analisaria o cumprimento das diretrizes operacionais do Guia de Melhores Práticas e orientaria as supervisões.



#### I.h- Liquidação financeira dos negócios

A liquidação financeira dos negócios é um tema de grande relevância e a sua estrutura e obrigatoriedade estão associadas à percepção de haver um potencial risco sistêmico. A Lei 10214/2001 regula a atuação de câmaras de liquidação e de participantes prestadores de serviço de liquidação e de compensação. Também foram previstas algumas formas distintas para a liquidação das operações, que variam de acordo com o risco envolvido para os agentes e para o sistema como um todo, destacando-se nos extremos: (i) a Liquidação



Diferida Líquida (LDL), onde exista a concentração de débitos e créditos de uma instituição, arranjo de pagamentos ou infraestrutura de mercado (câmaras de liquidação) em um determinado momento do dia e a movimentação ocorre pelo valor líquido e a exposição dos participantes ao risco de saldo de reserva e (ii) a Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), onde as operações são liquidadas uma a uma pelo seu valor bruto, ficando mais indicada aos pagamentos de baixo risco sistêmico.

A partir de sua regulamentação o país passou a contar com estruturas financeiras que são capazes de compensar elevados volumes, envolvendo participantes financeiramente relevantes dos mercados financeiro e de capitais e com um elevado grau de organização, segurança e controle.

As operações realizadas em estruturas multilaterais e com pagamentos que ocorrem pelo seu valor líquido de forma diferida passaram a ser obrigatoriamente liquidadas em câmaras de liquidação. O risco sistêmico de algumas instituições consideradas relevantes passou a ser medido e controlado e o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) se tornou uma referência mundial para a atividade.

As operações de internalização, que são executadas em balcão bilateral e, em sua grande maioria sob a forma de pagamento contra entrega (*Delivery versus Payment* ou DVP) não guardam características de risco sistêmico. Envolvem um baixo volume financeiro e as partes se conhecem e aceitam o risco de crédito. Essas condições não se enquadram nas descrições de entidades sistemicamente importante, conforme previsto na Lei 10214/2001, e que obrigaria a liquidação pelo valor líquido diferido (LDL) e nas infraestruturas do mercado financeiro ou em arranjos de pagamento.

Nossa sugestão é que a regulamentação da internalização de ordens evite equiparar a importância sistêmica de uma bolsa com a de um balcão bilateral. As operações de internalização podem contar com estruturas de liquidação mais simples e com elevada segurança sem que existam custos desnecessários e evitando-se eventuais barreiras de entrada à internalização.

Uma alternativa estaria na possibilidade de, pela decisão das partes, empregar um banco liquidante (*settlement bank*) ou um arranjo de pagamentos, que têm as suas operações reguladas e supervisionadas pelo Banco Central do Brasil. Adicionalmente, poderiam ser empregadas as estruturas de contas de pagamentos dos intermediários, se estes estiverem autorizados pelo Banco Central do Brasil, na forma da Resolução CMN nº 4871/2020. Finalmente, ainda dependendo da forma como será regulamentada, poderia ser empregado o DREX, moeda digital do Banco Central do Brasil.

#### I.i- Necessidade de escala para viabilizar o negócio de intermediação

A consolidação do setor de intermediação foi citada no Relatório Parcial de AIR. Essa tendência observada no Brasil também é sentida em outros países, por se tratar de um efeito da forma como atuam essas instituições.

Os intermediários enfrentam uma necessidade de constante investimento para o atendimento de exigências regulatórias e para enfrentar um ambiente de negócios intensivo em tecnologias e controles de qualidade e eficiência.

Com uma disponibilidade limitada de produtos, principalmente no Brasil, e com comissões de corretagem decrescentes, os intermediários acabam precisando de escala de negócios muito elevada para viabilizar economicamente a atividade.

Uma alternativa para a manutenção de uma estrutura diversificada de intermediários é a disponibilidade de produtos diferenciados e sofisticados, onde os pequenos empresários do setor de intermediação podem oferecer um serviço com maior valor agregado e ficam menos dependentes da captação de clientes em massa.

Para viabilizar a capacidade competitiva de uma porção considerável dos intermediários a CVM deveria considerar a oportunidade de autorizar algumas atividades como: a internalização de ordens, a atuação como *market maker* em determinados ativos e valores mobiliários (até o final da década de 1980 a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro previa em seu regulamento a possibilidade de uma corretora ou distribuidora de valores atuar exclusivamente como provedor de liquidez empregando a sua carteira própria) e a oferta de serviços mais sofisticados e personalizados de assessoria aos clientes, como aqueles que na Europa são conhecidos como os *Neo Brokers*.

A concentração do mercado em ativos e valores mobiliários tradicionais e negociados em bolsa favorece a concentração da indústria de intermediação e os participantes de grande porte, mas enfraquece a competitividade e a eficiência do setor, em detrimento dos interesses dos investidores (clientes) e da maioria dos participantes dos mercados financeiro e de capitais.

A rápida concentração não deve ser encarada como um elemento positivo para o mercado, mas como uma sinalização de ineficiência. Alguns mercados como a Colômbia, México e diversos países da Europa viram o mercado de capitais reduzir rapidamente de tamanho e exportar as operações de investidores e empresas para mercados mais flexíveis e sofisticados, como um efeito da não modernização dos produtos financeiros negociados internamente e de regras que subordinavam o interesse estratégico do mercado ao interesse econômico das bolsas.

A iniciativa de regulamentar a internalização de ordens pode representar um elemento importante para ampliar a competitividade na indústria de intermediação e um passo inicial na oferta de uma série de produtos mais sofisticado aos investidores. Nesse caso da internalização de ordens, traria serviços de provisão de liquidez para investidores de varejo (pequenos lotes) e serviços de negociação de títulos e valores mobiliários aos investidores institucionais (grandes lotes).

## I.j – A necessidade de uma Fita Consolidada para o mercado

A fita consolidada representa uma referência de preços de determinados ativos e valores mobiliários, quando esses são negociados simultaneamente em diferentes mercados primários, ou quando a liquidez dos mercados primários não confere suficiente informação para o mercado.

No caso brasileiro existe apenas um mercado primário e com grande representatividade, tornando a fita consolidada desnecessária. No futuro, entretanto, a fita consolidada pode se tornar uma necessidade, pois a própria Resolução CVM nº 135/22 traz um arcabouço

regulatório preparado para a competição na administração de bolsas e mercados organizados.

Durante o processo de regulamentação da internalização de ordens, a CVM deveria iniciar estudos sobre o modelo de consolidação de informação em uma situação de fracionamento da liquidez e perda de eficiência na informação de preços. O modelo a ser adotado deve considerar elementos como: (i) baixo custo para os participantes do mercado, (ii) independência do processo e (iii) forte governança corporativa e da administração de sistemas.

## Parte II – Análise dos efeitos do roteamento de ordens para outros sistemas alternativos, fora do mercado primário

Nesta Parte II analisaremos o roteamento de ordens que é realizado pelos intermediários, definindo se o melhor local para a execução da ordem é no livro central do mercado primário, em livro segregado do mercado primário (como ocorre com os mecanismos de provisão passiva de liquidez) ou contra a carteira do próprio intermediário, na internalização da ordem.

O roteamento de ordens pode se tornar um processo de elevado custo em condições de competitividade no mercado primário (o mesmo ativo sendo negociado simultaneamente em mais de uma bolsa), devido à complexidade da análise dos benefícios para o cliente emissor da ordem e a necessidade de manter uma baixa latência do sistema. Pelo lado do regulador, as regras voltadas à garantia da melhor execução das ordens devem ser bastante claras e objetivas, evitando o risco jurídico e melhorando a eficiência dos procedimentos de compliance e da supervisão de mercado.

Por outro lado, a literatura tem analisado riscos e benefícios decorrentes do roteamento de ordens para outros sistemas, fora do mercado primário. A análise abaixo trará a visão e as pesquisas mais recentes. Notam-se algumas referências nos estudos mais antigos, mas evitaremos essas análises que contemplam a negociação em pregão viva-voz, a inexistência de custódia escritural dos títulos e valores mobiliários, a ausência de arbitradores de mercado e alguma influência das bolsas para desacreditar os sistemas alternativos junto aos reguladores, como uma forma de proteger o seu mercado. Esses estudos mais antigos foram produzidos pela academia desde os anos 60 e podem trazer apenas uma ideia da evolução do pensamento e dos métodos de análise e controle dos sistemas alternativos de negociação.

### II.a- Segregação do varejo e a redução do impacto de ruídos do livro

Um primeiro ponto é aquele que mostra um benefício aos clientes de varejo foi abordado pela AMF, em Le Moign e Benhami [2021]<sup>7</sup>. Segundo esse estudo, os clientes de varejos,

<sup>7</sup> Le Moign, C., Benhami, K. – Effect of Speed Bumps: Analysis of the Impact of the Implementation of Eurex's Passive Liquidity Protection on French Equity Options. AMF, Autorité des Marchés Financiers, Juillet 2021.

considerados como não-informados, são beneficiados ao terem as suas ordens roteadas para o sistema fora do livro central dos mercados primários.

Os benefícios decorrem de ser evitada a exposição aos “ruídos” informacionais do primeiro nível do livro de ordens. Para a quantificação do benefício os autores avaliaram o *bid-ask spread* do mercado de opções sobre ações, que caía de 10 bps no livro central do mercado primário para 3 bps no livro da provisão passiva de liquidez (PLP). Também se verificou uma maior eficiência na execução integral de ordens, ao considerar que a profundidade do livro central do mercado primário, potencialmente necessária para a execução, seria superior a €1,55, incidindo no custo da operação.

Os estudos de Moign e Benhami [2021] foram produzidos através do método diferença na diferença (para isolar o efeito do *speed bump* de outros efeitos cíclicos e considerou o mercado francês de opções sobre ações no ano de 2019, quando foi implantado o PLP no mercado europeu.

Ao evitar a exposição do investidor não-informado ao ruído do primeiro nível do livro de ordens do mercado primário é produzido um benefício indireto a este investidor por mitigar a ocorrência de alguns vieses comportamentais, reforçados ou induzidos pelos ruídos dos preços, conforme estudos de Abudy [2020]<sup>8</sup> e Barber, B., Odean, T. Zhu, N. [2009]<sup>9</sup>.

Da mesma forma, existe um benefício para os investidores informados, como os institucionais, e para os provedores de liquidez, que acabam tendo as suas análises e decisões afetadas pelas inesperadas e fortes reações dos investidores de varejo, normalmente influenciados por vieses comportamentais ou pela ação coletiva causada por influenciadores. Essas situações de reações atípicas nos preços, foi analisada e quantificada em Boehmer, E., Jones C.M., Xiaoyan Zhang, Xinran Zhang [2021]<sup>10</sup>. Adicionalmente, existem referências sobre o impacto do “efeito manada” dos investidores de varejo sobre as decisões dos investidores informados, produzindo um efeito que é normalmente confundido com uma informação, quando na verdade não passa de um ruído, conforme apontado por Hsieh, S., Chan, C., Wang M. [2020]<sup>11</sup>.

Os autores citados acima apontam para uma continuidade da pesquisa sobre os efeitos do roteamento de ordens dos clientes de varejo para fora do livro central dos mercados primários que podem contribuir na melhoria da qualidade da informação de preços, que são utilizados na internalização de ordens dos investidores não-informados e nos sistemas automáticos de tomada de decisão dos investidores informados.

<sup>8</sup> Abudy, M. M. (2020). Retail investors' trading and stock market liquidity. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101281.

<sup>9</sup> Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. (2009). Systematic Noise. *Journal of Financial Markets*, Volume 12, Issue 4, 2009, Pages 547-569, ISSN 1386-4181,

<sup>10</sup> Boehmer, E., Jones, C. M., Zahng, X., Zahng X. (2021). Retail Investor Activity. *The Journal of Finance*, Vol 76, Issue 5, October 2021, Pages 2249-2305.

<sup>11</sup> Hsieh, S. F., Chan, C. Y., & Wang, M. C. (2020). Retail investor attention and herding behavior. *Journal of Empirical Finance*, 59, 109-132.

## II.b- Benefícios apurados para o RLP e os potenciais benefícios da internalização

O RLP (*Retail Liquidity Provider*) é a modalidade operacional introduzida no Brasil em 2019 para a execução de ordens dos clientes de varejo e por vezes confundido com internalização, embora seja um mecanismo de provisão passiva de liquidez, executado em um livro de ordens do mercado primário, mantido separado do livro central.

Por uma determinação da autorregulação, os intermediários que oferecem o RLP aos seus clientes devem, obrigatoriamente, manter pública as estatísticas das operações cursadas através dessa funcionalidade operacional. Devem ser divulgados por valor mobiliário disponível: o volume negociado, o percentual de adesão dos clientes a quantidades de clientes, a quantidade de ofertas roteadas para o RLP, a quantidade de ofertas com melhora de preço e a quantidade de valor mobiliário negociada sob a condição de melhora de preços.

Essa transparência das operações RLP, em conjunto com informações de benefícios concedidos pela adesão, também publicamente divulgadas nos sites dos intermediários, permitem obter dados precisos sobre o benefício dos clientes, que decorrem de sua adesão.

Empregando as informações disponíveis no site dos intermediários que aderiram a esta modalidade operacional é possível observar que existe uma forte adesão ao produto, principalmente nos contratos futuro mini de Ibovespa (WIN) e Dólar (WDO), ficando entre 85% e 90% dos clientes desses produtos no período de janeiro a junho de 2023. Esse percentual de adesão é compatível com o que foi observado no PLP, no mercado de opções negociadas na Eurex (estatísticas disponíveis no site da bolsa alemã), e na internalização de ordens dos Estados Unidos da América (segundo informações da FINRA).

Em todos os casos citados onde é admitida a provisão passiva de liquidez, nem todas as operações são roteadas para fora do livro de ordens central, da mesma forma como ocorre no Brasil, e não é observada uma perda significativa no volume negociado do mercado primário.

Para melhor entender a razão para essa adesão dos clientes pessoa física ao RLP, nesses dois contratos futuro mini, vejamos quais seriam as vantagens oferecidas a esses clientes e reportadas pelos intermediários:

- a. Redução do risco de liquidez na execução da ordem, garantindo a execução total no preço do primeiro nível do livro de ordens ou melhor. O benefício decorre de um potencial risco de a ordem permanecer integral ou parcialmente sem ser executada e sujeita à volatilidade intradiária dos preços de mercado (*Para esse item não foi possível quantificar o benefício, como ocorrido em Le Moign e Benhami [2021], por falta de informações do mercado europeu*);
- b. Eliminação da exposição do cliente roteado para fora do livro ao “ruído” do primeiro nível do livro de ordens, conforme apontado acima. (*Esse item não foi possível quantificar o benefício por ser um efeito comportamental, mas existem referências sobre o encaminhamento de estudos sobre o tema na Europa*);
- c. Isenção da taxa de corretagem para todas as operações, que abrange também as operações que não são executadas na modalidade RLP e acessam diretamente o

- livro de ordens. *(Essas operações que contam com a isenção de corretagem, mas que não são roteadas para o livro do RLP não foram consideradas no cálculo pela ausência de dados por não estarem nas estatísticas públicas do RLP);*
- d. As operações podem ser executadas no preço do *bid-ask spread* ou melhoradas, sendo executadas dentro do intervalo de ofertas, quando possível. *(A melhora de preços é uma medida relevante tanto em termos operacionais, para o cliente, quanto para o regulador que deseja verificar a concessão de algum benefício pelo roteamento. Na prática o regulador costuma verificar se os benefícios concedidos aos clientes optantes pelo roteamento para fora do livro de ordens central, representam um benefício equivalente a um determinado percentual do bid-ask spread, tornando a situação melhor do que sem o roteamento. Alguns estudos de eficiência de um mecanismo de negociação externo ao livro de ordens costuma transformar todos os benefícios no equivalente à melhora de preços do bid-ask spread e considerar se alcançou ou não o valor de referência).*
  - e. Acesso gratuito a plataformas de negociação e a profissionais especializados para suporte operacional. *(Essa vantagem não foi considerada por não estar disponível no site dos corretores a quantidade de cada serviço concedido nem o seu valor para os clientes não optantes).*

Assim sendo, no período considerado de janeiro a junho de 2023 foram obtidos os seguintes valores de benefícios aos participantes do RLP, apenas para os contratos WIN e WDO:

Isenção da corretagem: R\$333,4 milhões (sem considerar as operações da observação “c”)

Melhora de preço: R\$67,7 milhões

Benefício total no semestre considerado: R\$401,1 milhões (valor anualizado de R\$802,2 milhões)

O que poderia ser considerado como um benefício adicional aos do RLP para os clientes de varejo na internalização de ordens?

- a. Não haveria a cobrança das taxas de emolumentos, registro e liquidação, que hoje são cobradas pela bolsa nas operações do RLP e que representariam mais do que o dobro do valor da corretagem que é atualmente isentada pelo intermediário;
- b. A internalização leva a uma provisão ativa de liquidez, o que permite um melhor controle de risco pelo intermediário. Com base nessa maior segurança, principalmente em momentos de inesperada alteração no fluxo de ordens, permitiria um aumento na oferta de liquidez. Por precaução observa-se uma atuação abaixo do potencial do RLP e uma preocupação com os momentos de desequilíbrio no fluxo de ordens, quando o RLP é interrompido. *(Hoje o gerenciamento de riscos representa o principal motivo para a baixa adesão dos intermediários ao RLP e ao PLP e praticamente todos os intermediários dos Estados Unidos e da Europa oferecem em maior ou menor grau a internalização);*
- c. A rigidez das regras para a provisão passiva de liquidez representa um sério entrave para a atração de investidores especialistas em determinados setores, ativos ou valores mobiliários. A negociação sob regime de internalização, em um balcão bilateral, permitiria que alguns participantes atuassem como provedores de liquidez e



apresentassem maior capacidade para controlar eventuais desequilíbrios no fluxo de ordens, principalmente envolvendo ações e seus derivativos.

## II.c- Benefícios do roteamento de ordens do varejo para os investidores informados

Conforme apresentado no item II.a os investidores institucionais (informados) são beneficiados pela redução do nível de ruído causado pelos investidores de varejo. Atualmente as operações desse tipo de investidor estão apoiadas em algoritmos para a tomada de decisão de investimento e esses algoritmos empregam as informações sobre preços de negócios e ofertas.

Conforme apontado por Boehmer, E., Jones C.M., Xiaoyan Zhang, Xinran Zhang [2021] e por Hsieh, S., Chan, C., Wang M. [2020], além de diversos outros autores que abordam aspectos de microestrutura de mercado, os investidores não-informados causam um ruído nessas informações e induzem os sistemas a erros operacionais.

Como veremos mais adiante, nos mercados onde a internalização é mais ativa, é possível a oferta de um serviço de agregação de lotes para a sua venda aos investidores institucionais. Com essa possibilidade os intermediários ou investidores especializados passam a controlar os desequilíbrios no fluxo de ordens, acumulando estoques do valor mobiliário que normalmente são repassados aos clientes institucionais pelo preço médio do dia (normalmente empregando uma regra TWAP ou VWAP) sem custos de corretagem e de emolumentos das bolsas.

Essa atividade torna o mercado mais estável, com redução dos impactos de preços e movimentos exagerados de alta e de baixa, principalmente pelas negociações em “efeito manada” dos investidores de varejo. Um resultado direto dessa condição é uma melhoria na qualidade das informações do mercado e no controle de risco de mercado dos investidores institucionais. Esse comportamento e os efeitos para esses investidores podem ser consultados em Hsieh, S., Chan, C., Wang M. [2020].

## II.d- Benefícios do roteamento de ordens para investidores especializados na provisão de liquidez (*Payment for Order Flow* - PFOF)

Outro elemento que vem despertando forte debate é a prática de pagamento por fluxo de ordens (conhecido como PFOF). O PFOF decorre da venda, pelo intermediário, do seu fluxo de ordens direcionado à internalização ou à provisão passiva de liquidez. O comprador do fluxo é, normalmente, um especialista na atividade de *market making* e busca a obtenção de lucro a partir dos fechamentos de negócios dos clientes do intermediário contra a sua carteira própria. Por outro lado, esse participante corre um risco de mercado decorrente de desbalanceamentos no fluxo de ordens, levando a um acúmulo de posições “compradas” ou “vendidas” em momentos desfavoráveis de preços.



A venda de fluxo de ordens encontra justificativa de mercado justamente por esse risco de preços, causado pelo desbalanceamento do fluxo, que alguns intermediários julgam ser excessivo para o seu perfil de risco.

Outro elemento que vem sendo apontado como uma justificativa para a venda de fluxo, está na necessidade de uma grande escala de negócios e investimentos elevados em sistemas e profissionais especializados na atividade. O comprador do fluxo executa essa tarefa em diferentes intermediários de menor porte, levando liquidez aos clientes destes intermediários e ainda mitiga o risco pela combinação de diferentes perfis de clientes em diferentes fluxos.

A participação de provedores de liquidez especializados em determinados ativos ou valores mobiliários tem oferecido benefícios ao mercado, através da redução de ruídos no primeiro nível do livro de ordens e no equilíbrio do fluxo de ordens durante os movimentos de mudança de regime do mercado (preços e volatilidade). Esses elementos já foram apresentados acima e possuem um forte suporte teórico.

As críticas, no entanto, ocorrem quando existe mais de um provedor de liquidez atuando no mesmo fluxo de ordens. Essa situação descrita em Bondarenko, O. [2001]<sup>12</sup> leva o mercado a situações de conflito de interesses entre o intermediário e os seus provedores de liquidez (beneficiando aquele paga mais pelo fluxo e não quem deseja atuar com maior frequência e menor *spread*) e a uma piora na qualidade dos *bid-ask spread* por conta dos *market makers* atuarem na forma de um jogo não cooperativo, onde foi possível identificar, em alguns casos, que o provedor de liquidez com maior remuneração ao intermediário poderia selecionar as ordens de seu interesse e o(s) *market maker(s)* com menor remuneração aos intermediários ficariam com as ordens “rejeitadas” e com os momentos de mercado mais desfavorável. Neste caso, os reflexos das condições mais desfavoráveis seriam sentidos no *bid-ask spread* oferecido aos clientes, levando a uma queda na eficiência do mecanismo, por preço e latência na execução.

Como é possível observar nos estudos de Bondarenko [2001] e nas recentes críticas ao PFOF, o problema não estaria no mecanismo em si, mas na forma como alguns intermediários tratam a venda de seus fluxos. Os mercados dos Estados Unidos da América são os principais responsáveis por este “leilão” do fluxo de ordens, embora na Inglaterra a *Financial Conduct Authority* (FCA) também tenha verificado algumas irregularidades no mercado londrino. Em ambos os casos, alguns autores apontam para falhas regulatórias e, no caso Inglês, a proibição do PFOF foi a solução mais simples do que o regulador reconhecer a sua falha e trabalhar pela melhoria do sistema.

II.e- Estudos apontam que a atuação dos intermediários na provisão de liquidez é mais associada à prestação de serviços e diferenciação concorrencial do que à diferença informacional

Outro ponto que tem sido amplamente debatido no meio acadêmico é a motivação para que o intermediário ou o comprador de fluxo de ordens atue na provisão de liquidez.

<sup>12</sup> Bondarenko, Oleg, Competing Market Makers, Liquidity Provision, and Bid-Ask Spread (December 20, 2000). *Journal of Financial Markets*, Vol. 4, pp. 269-308, 2001, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=253894>.

No debate de menor profundidade técnica é comum observar posições apontando para um interesse do intermediário em obter lucro a partir de sua posição “informada”, negociando com investidores “não-informados”. A alternativa do debate estaria na criação de produtos específicos pelos intermediários, para o atendimento de clientes.

Nos estudos de Boehmer, E., Jones C.M., Xiaoyan Zhang, Xinran Zhang [2021] foi questionada qual seria o real objetivo para a atuação dos intermediários na internalização de ordens. Segundo os autores haveria uma hipótese não comprovada de que os intermediários estariam cada vez mais especializados na provisão de liquidez e que, por um efeito da acirrada concorrência na prestação de serviço de corretagem, esta atividade teria se tornado um produto relativamente comum.

Para o esclarecimento deste ponto, Barardehi, Bernhardt, Da, Warachka [2021]<sup>13</sup> pesquisaram as ordens utilizando um software denominado de Tick Size Pilot e o comportamento dos intermediários em condições de desequilíbrio de fluxo de ordens do varejo (*Market Retail Orders Imbalances* - Mroib). Verificaram, então, que os intermediários acumulam mais posições, quando são verificadas condições de aumento na demanda dos ativos ou valores mobiliários pelos clientes institucionais, do que nos momentos de desequilíbrio de fluxo de ordens, quando a assimetria de informações poderia ser o fator prevalescente na decisão.

Segundo esses estudos a acumulação de estoques estaria ligada à demanda de lotes maiores do ativo ou valores mobiliários por institucionais e à oferta de liquidez imediata como um diferencial competitivo do intermediário. O aluguel desses títulos ou valores mobiliários para alavancagem operacional de alguns clientes ou para cobertura de falhas de liquidação também seria um serviço a ser explorado pelos intermediários, porém em menor proporção.

Desta forma, vemos que tanto a provisão passiva de liquidez, quanto a internalização de ordens podem atuar como originadores de novos produtos e serviços para o mercado de capitais e estimular a atuação nos momentos de desequilíbrios no fluxo de ordens, quando os investidores de varejo passam por maiores riscos financeiros. Esse processo, quando bem entendido e regulamentado, mitigando os riscos de seu uso inadequado, pode produzir efeitos positivos para o mercado, conforme apontado por Barardehi, Bernhardt, Da, Warachka [2021].

### Parte III- Pontos do Edital para a TPS

Nesta terceira parte da nossa manifestação faremos considerações que objetivam responder às questões que foram elaboradas no Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24.

<sup>13</sup> Barardehi, Yashar and Bernhardt, Dan and Da, Zhi and Warachka, Mitch, Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision? (February 2, 2022). Available at [https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/departments/finance/Paper\\_6-1.pdf](https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/departments/finance/Paper_6-1.pdf)

Os quatro pontos levantados mostram grande relevância para os futuros estudos e posicionamentos que serão necessários no momento da efetiva regulamentação da internalização de ordens no Brasil.

A base para a análise que desenvolveremos está na necessidade de cumprimento das regras para a elaboração da Análise de Impacto Regulatório, previsto no Art. 6º do Decreto Nº 10411/2020, procedimento obrigatório pela Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019, conhecida como Lei de Liberdade Econômica, transcrito abaixo:

Art. 6º do Decreto Nº 10411/2020 – Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019.

“ ...

Art. 6º A AIR será concluída por meio de relatório que contenha:

I - sumário executivo objetivo e conciso, que deverá empregar linguagem simples e acessível ao público em geral;

II - identificação do problema regulatório que se pretende solucionar, com a apresentação de suas causas e sua extensão;

III - identificação dos agentes econômicos, dos usuários dos serviços prestados e dos demais afetados pelo problema regulatório identificado;

IV - identificação da fundamentação legal que ampara a ação do órgão ou da entidade quanto ao problema regulatório identificado;

V - definição dos objetivos a serem alcançados;

VI - descrição das alternativas possíveis ao enfrentamento do problema regulatório identificado, consideradas as opções de não ação, de soluções normativas e de, sempre que possível, soluções não normativas;

VII - exposição dos possíveis impactos das alternativas identificadas, inclusive quanto aos seus custos regulatórios;

VII-A - os impactos sobre as microempresas e as empresas de pequeno porte; (Incluído pelo Decreto nº 11.243, de 2022)

VIII - considerações referentes às informações e às manifestações recebidas para a AIR em eventuais processos de participação social ou de outros processos de recebimento de subsídios de interessados na matéria em análise;

IX - mapeamento da experiência internacional quanto às medidas adotadas para a resolução do problema regulatório identificado;

X - identificação e definição dos efeitos e riscos decorrentes da edição, da alteração ou da revogação do ato normativo;

XI - comparação das alternativas consideradas para a resolução do problema regulatório identificado, acompanhada de análise fundamentada que contenha a metodologia específica escolhida para o caso concreto e a alternativa ou a

combinação de alternativas sugerida, considerada mais adequada à resolução do problema regulatório e ao alcance dos objetivos pretendidos; e

XII - descrição da estratégia para implementação da alternativa sugerida, acompanhada das formas de monitoramento e de avaliação a serem adotadas e, quando couber, avaliação quanto à necessidade de alteração ou de revogação de normas vigentes.

...”

## 1. Problema Regulatório (inciso II do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

***Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise do problema regulatório realizada na seção II.2 do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.***

“...

*II - identificação do problema regulatório que se pretende solucionar, com a apresentação de suas causas e sua extensão;*

...”

### i. Arcabouço regulatório

A abordagem do Problema Regulatório se inicia pela descrição da Fundamentação Legal da AIR, que está contida no Relatório Parcial de AIR, em seu Item II.2 – Fundamentação Legal (págs. 10 a 13).

A descrição do arcabouço legal que suporta a regulamentação da internalização de ordens foi disposta de forma a confirmar a proposta de desenvolvimento de um novo mercado. Não concordamos com esse posicionamento e sugerimos um ajuste. De acordo com recentes estudos sobre a internalização, como o já citado artigo Barardehi, Bernhardt, Da, Warachka [2021], o entendimento é que se trata de um serviço de provisão de liquidez pela negociação do título ou valor mobiliário em ambiente bilateral. Essa identificação da internalização de ordens como um serviço a ser prestado pelo intermediário em operação, que apresenta todas as condições para ser roteado para o ambiente bilateral ou para o livro de ordens de um mercado primário, simplifica o processo de construção e regulamentação do tema, além de alinhar com padrões internacionais e com estudos acadêmicos sobre o roteamento, já citados acima.

Nessa linha, existe uma regulamentação subsidiária que é extremamente importante para o sucesso da regulamentação da internalização, que é a regulamentação tributária. Sugerimos que seja analisada a necessidade de apresentar a internalização de ordens como uma negociação de títulos e valores mobiliários equivalente às operações em bolsa, como ocorre no mercado internacional. Essa equiparação ocorreria desde que tenha como referência de

preços a cotação das ofertas praticadas no livro de ordens da bolsa. A diferenciação produzida na tributação de operações cursadas em negociação através de balcão bilateral com relação às operações multilaterais é decorrente da possibilidade da negociação envolver preços diferentes da cotação praticada no mesmo título ou valor mobiliário, com o objetivo de produzir redução de tributos e o uso da cotação do mercado primário eliminaria esse risco do fisco.

## ii. Designação do mercado

Em que pese estar correta a descrição dos mercados e das denominações contidas na Resolução CVM 135/2022, acreditamos que este seria um momento particularmente interessante para reavaliar os termos organizado e não-organizados para os mercados.

Mais uma vez trazemos o nosso posicionamento contrário à denominação de organizado e não-organizados, adotada para os diferentes mercados. Conforme explicamos acima, a denominação não descreve adequadamente o mecanismo de negociação e tem na designação de mercado não-organizado uma conotação de risco que não é verdadeira. Essa prática discrimina a atividade de negociação nas mesas de operações dos intermediários, que preferimos denominar de mercado de balcão bilateral, e favorece os mercados com negociação através de um livro central e acesso multilateral.

As operações que ocorrem nos mercados não-organizados, ocorrem com ativos que são aprovados pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil, nas instalações de instituições financeiras, que são aprovadas e supervisionadas por esses reguladores e seguindo regras operacionais, limites e diretrizes de funcionamento dadas pelo CMN, CVM e Bacen. Se esses reguladores têm a responsabilidade de organizar o mercado e parte deste mercado é não-organizado, ou a designação não está adequada ou os reguladores falharam em sua missão de organização.

Adicionalmente, lembramos que a possibilidade da regulação de um mercado, atividade ou serviço ser discriminado na regulação em benefício de outro, seja pela sua designação ou pela demonstração de riscos não tratados pelo regulador, por exemplo, é contrária à Lei 13974/2019 e essa precisa ser revisada.

## iii. Equiparação do RLP à internalização de ordens

Outro elemento que destacamos é a confusão entre o mecanismo do RLP, conhecido como Provisão Passiva de Liquidez, e a internalização de ordens.

A Provisão Passiva de Liquidez é um serviço prestado pelos mercados primários (bolsas) em parceria com os provedores de liquidez. A AMF da França e a Bafin, da Alemanha aprovaram um mecanismo muito parecido com o RLP em caráter definitivo, que está em funcionamento na Eurex desde 2019. Na documentação do PLP (*Passive Liquidity Protection*)<sup>14</sup> é feita uma diferenciação com a internalização e fica claro que a participação do intermediário neste caso é totalmente passiva e as operações ocorrem dentro de um livro

<sup>14</sup> EUREX Initiatives. <https://www.eurex.com/ex-en/support/initiatives/archieve/passive-liquidity-protection>

de ordens diferenciado e com uma regra de execução dada e supervisionada pelo administrador do livro de ordem<sup>15</sup>.

A internalização de ordens é um serviço de provisão de liquidez do intermediário e ocorre dentro de suas instalações, com acesso restrito aos seus clientes, seguindo regras estabelecidas entre as partes e considerando um preço de referência do mercado primário para o momento da execução da ordem. É um roteamento para um livro bilateral gerado voluntariamente pelo intermediário com a autorização do cliente.

#### iv. Argumentação sobre a seleção adversa

Apesar de haver uma argumentação sobre a seleção adversa na literatura sobre a internalização de ordens, esse posicionamento pode ser observado em artigos mais antigos, onde a microestrutura de mercado ocorria sem a presença de investidores de alta frequência executando uma atividade de arbitragem.

Os controles sobre a formação de preços, principalmente no mercado norte-americano e o posicionamento da FINRA na autorregulação dessas operações levou a uma evolução na percepção de eventuais vantagens pela assimetria de informação entre o intermediário e os clientes. Essa evolução na percepção da finalidade das operações é abordada em Barardehi, Bernhardt, Da, Warachka [2021] e os textos mais modernos já adotam a prestação de serviços de liquidez como principal motivação para a atuação do intermediário.

Os clientes de varejo, considerados como menos informados passam a contar com a garantia de execução imediata (ou quase imediata) de todo o lote ofertado, sem o risco de exposição à volatilidade intradiária de preços por eventual inexecução ou execução parcial da sua ordem, que seria possível na alternativa de roteamento para o livro de ordens.

Segundo os estudos desenvolvidos pela AMF, citados acima (Le Moign e Benhami [2021]), o investidor de varejo também seria beneficiado pela não exposição aos ruídos de preço do primeiro nível do livro de ofertas da bolsa, elemento esse que já vem sendo apontado em alguns estudos mais modernos como um elemento indutor de vieses comportamentais nos clientes de varejo (Abudy [2020] e Barber, B., Odean, T. Zhu, N. [2009]).

Por outro lado, os intermediários podem acumular posições em decorrência de desequilíbrios no fluxo de ordem. Essas posições acumuladas costumam ser oferecidas aos investidores institucionais, criando um serviço de liquidez de grandes lotes para esses participantes (informados).

Na bibliografia serão citados diversos estudos acadêmicos mais recentes que descartam a argumentação da seleção adversa e apresentam os reguladores e autorreguladores voltados à organização de um serviço de provisão de liquidez.

#### ***a. Em especial, existem dados que mensurem, para o mercado brasileiro, para perfis de fluxo de negociação distintos no mercado secundário, diferenciação de métricas***

<sup>15</sup> AMF News Release (01 July 2021). A AMF da França também faz uma análise desta modalidade de provisão de liquidez, trazendo mensurações para os benefícios esperados para os investidores no seguinte endereço eletrônico: The AMF has published an impact analysis on the liquidity of French equity options following the introduction of a speed bump on the Eurex trading venue | AMF (amf-france.org)



***de spreads efetivos ou realizados ou de impacto de preço para negociações no mercado à vista de ações, inclusive fracionário?***

Para o mercado brasileiro a única experiência de provisão de liquidez é o RLP. Assim, essa experiência recente e limitada se mostra como a principal referência de impacto sobre *spreads* e preços. O principal estudo feito sobre esse serviço e seus efeitos sobre a qualidade dos mercados afetados é de Genaro, A. e Saffi, P. [2021]<sup>16</sup>. Apesar das diferenças entre o RLP e a internalização, descritas acima, os autores identificaram uma melhoria na profundidade dos livros e nos *spreads*, principalmente nos momentos de desbalanceamento no fluxo de ordens.

Para o mercado europeu a AMF (Moign e Benhami [2021]) detectou uma melhora na qualidade do mercado de opções atendido pelo PLP e os estudos demonstraram que os efeitos poderiam ser os mesmos em outros mercados ilíquidos.

Devido ao risco implícito na operação com o mercado de ações e ausência de participantes que sejam especialistas na negociação de ações de determinados setores, o RLP não apresentou desenvolvimento significativo fora dos contratos futuro mini. Com a internalização e a participação de investidores especialistas em alguns setores da economia é possível que sejam observados para o mercado ações, os efeitos positivos sobre a qualidade do mercado, semelhantes aos verificados pelos estudos citados acima.

***b. Em especial, existem dados que mostrem comparativamente que operações internalizadas podem ser mais baratas aos investidores de varejo, no âmbito dos custos totais de transação?***

Conforme citado acima, as operações roteadas para o RLP demonstraram ser vantajosas para os investidores de varejo que optaram pelo serviço. Os números da adesão dos investidores ao serviço demonstram haver uma percepção do valor na execução das ordens fora do livro central da bolsa.

Com base nas informações públicas dos sites dos intermediários credenciados no RLP, no primeiro semestre de 2023, foi obtida uma vantagem total direta (isenção de corretagem e melhoria de preços) no valor de R\$401 milhões, apenas nesse semestre. Como descrito acima, ainda existe uma vantagem não mensurada que é dada pela isenção de corretagem em operações que são direcionadas diretamente pelo livro de ordens. Essa quantidade de negócios que são realizados fora do RLP, diretamente no livro central da bolsa, traz uma vantagem de isenção de corretagem, porém não pode ser medida por não ser divulgada nas estatísticas públicas dos intermediários.

No caso da internalização haveria uma vantagem adicional para o investidor, que seria a isenção das tarifas de emolumentos, taxa de registro e taxa de liquidação, que são cobradas pela bolsa em todas as operações (inclusive no RLP) e que somariam um valor superior à maioria das corretagens praticadas no mercado. Somente a isenção de corretagem no primeiro semestre de 2023 e nas operações roteadas para o RLP trouxe uma vantagem para

<sup>16</sup> Genaro, Alan and Saffi, Pedro A. C., Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of 'Retail Liquidity Provider' Orders in Brazil: Impact on Market Quality) (November 8, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3986368>.



o investidor de R\$333,4 milhões. Acredita-se que esse valor poderia mais do que dobrar no caso da internalização.

Uma medida da vantagem normalmente empregada por acadêmicos é a economia de custos comparada com o *bid-ask spread* praticado no momento da operação. No mercado norte-americano é estimado que o investidor médio do varejo economize cerca de 50% do *bid-ask spread* das ações mais líquidas e do mercado de opções e acima de 30% do *bid-ask spread* das ações menos líquidas (Boehmer, E., Jones C.M., Xiaoyan Zhang, Xinran Zhang [2021]). Para o Brasil é possível esperar um resultado igual ou melhor, uma vez que o mercado de valores mobiliários brasileiro, para os investidores de varejo, é mais caro do que o mercado norte-americano.

***c. Em especial, há algum outro benefício relevante proporcionado aos investidores de varejo pelas diferentes modalidades de internalização que mereça ser mais bem qualificado e mensurado?***

A redução do tempo para a execução integral das ordens pode ser uma medida relevante para mensurar a qualidade do mercado. Devido a uma elevada volatilidade no mercado acionário brasileiro, a redução do tempo de exposição dos investidores de varejo à volatilidade de mercado pode representar um benefício significativo.

Ainda como benefício resultante da redução do tempo para a execução integral das ofertas dos clientes de varejo podemos citar a redução da exposição desses investidores aos ruídos de preços do primeiro nível do livro de ofertas. O ruído normalmente é causado pela competição entre investidores de alta-frequência tornando mais complexa a leitura do comportamento do mercado. Esse ruído de preços é reconhecido na literatura como um importante indutor de alguns vieses comportamentais e a supressão dessa exposição pode ser considerada uma melhoria para as condições operacionais do investidor não-informado.

## 2. Fundamentação Legal (inciso IV do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

***Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise da fundamentação legal realizada na seção III do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.***

“ ...

*IV - identificação da fundamentação legal que ampara a ação do órgão ou da entidade quanto ao problema regulatório identificado;*

...”

Dentre os problemas regulatórios identificados persistem nessa Seção III os seguintes elementos:

- Necessidade de uma transparência pré-trade em negociação bilateral. Esse ponto foi tratado acima, mostrando que a teoria de microestrutura de mercado aponta para a necessidade de transparência pública pré-trade apenas para os negócios resultantes de uma competição multilateral. Os diversos participantes do mercado com acesso ao livro de ordens devem ter a capacidade de avaliar as condições da oferta que está sendo apresentada e para tal precisam saber a natureza da operação, a quantidade e o preço oferecido. No caso de operações bilaterais as operações são baseadas em uma regra para o preço e essas informações são abertas exclusivamente às partes envolvidas e qualificadas para participar da negociação. A transparência pós-trade, no entanto, segue necessária para efeito de estatísticas e de avaliação das condições para a realização da operação pelos demais participantes operacionais e para a supervisão de mercado.

- Problema da seleção adversa, tratado no item anterior e que não encontra mais respaldo nos modernos estudos de micro estrutura de mercado e na análise de motivação do produto, agora tratado como um serviço de provisão de liquidez e não mais uma estratégia de ganhos a partir de assimetria de informações, como ocorria em artigos mais antigos sobre a internalização de ordens.

- Da mesma forma como foi apontado anteriormente, também acreditamos ser adequado adotar uma posição mais cautelosa com a hipótese de haver uma apropriação indevida da informação de preços, designada como o problema de *free-rider*. A lógica dessa hipótese de uso de preços foi desenvolvida considerando que os participantes da internalização de ordens seriam beneficiados das informações provenientes dos centros de liquidez sobre o preço “justo” para a operação, sem remunerar os participantes do mercado primário que expuseram a sua avaliação no livro de ofertas.

Esta hipótese de que haveria um benefício não remunerado pela informação encontra-se em diversos estudos da década de 1990 e não são mais abordadas em estudos atuais. A divulgação dos preços é parte da necessária transparência dos mercados multilaterais em livro de ordem com negociação no limite central, como ocorre nos mercados primários. Essa informação deve ser exposta publicamente pela impossibilidade de uma negociação direta entre as partes, como ocorre nos mercados bilaterais.

O acesso aos preços de negócios e ofertas do mercado primário em tempo real é pago e o mesmo ocorre com o acesso às fitas consolidadas, portanto não existiria uma “carona gratuita” neste uso. Essa retórica hoje tem uma interpretação de ter sido construída como uma tentativa de criar uma figura do bem e do mal para impressionar reguladores e formadores de opinião em um momento em que a internalização de ordens estava sendo discutida com os reguladores e ganhava espaço no noticiário especializado.

***a. Mais especificamente, os requerimentos normativos de contraparte central para liquidação em algumas modalidades de mercado de balcão organizado, bem como os requerimentos normativos e legais de identificação de comitente final em contas de custódia, consistem em impeditivos à modelos de internalização semelhantes àqueles analisados na seção VI do Relatório Parcial de AIR, mesmo considerando revogadas as restrições de negociação simultânea de ativos em mercados de balcão organizado e bolsa vigentes? Existem dados referentes aos custos de tais requerimentos?***

## 1) Contraparte central para a liquidação em algumas modalidades de mercado de balcão organizado

A lógica que suporta a necessidade de uma contraparte central para a liquidação das operações do mercado de capitais busca: (i) mitigar o risco sistêmico, através do controle de garantias de liquidação e de análise da capacidade de pagamento de cada participante, seja ele intermediário ou cliente final; (ii) permitir que a liquidação ocorra em janelas específicas, simplificando o gerenciamento de liquidez e (iii) viabilizar a liquidação pelo valor líquido de todas as operações em todos os ativos e intermediadas pelo mesmo intermediário.

Para operações realizadas em balcão bilateral, como é o caso das operações de internalização de ordens, o risco de contraparte é avaliado diretamente entre as partes e a liquidação ocorre normalmente em uma das seguintes formas: (i) diretamente entre as partes com débito ou crédito pelo intermediário na conta de seu cliente, (ii) através de um banco de liquidação (*settlement bank*), para as operações de maior volume, ou (iii) através de uma *clearing*, apenas quando a operação envolver depósito de garantias ou a necessidade de uma liquidação conjunta com outros mercados, reduzindo custos e simplificando o processo de liquidação.

Assim, sugerimos que para a liquidação das operações de internalização de ordens seja considerada a liquidação direta entre as partes, em regime de liquidação bruta (LBTR) e para o atendimento de uma operação de DVP (*Delivery versus Payment*), podendo também ser feita por uma instituição bancária, sem a necessidade do uso de uma clearing, por não representar risco sistêmico e não haver liquidação multilateral com compensação de valores. Essa forma de liquidação já ocorre nas negociações com títulos públicos e privados entre o intermediário e seus clientes.

## 2) Identificação do comitente final em contas de custódia

A identificação do comitente final na conta de custódia da depositária central foi apontada no Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório como um potencial dificultador para a implantação da internalização de ordens no Brasil. Embora possam surgir situações que se apresentem bastante diferentes da situação atual, acreditamos que este não seja um elemento dificultador ou impeditivo. É possível que surja a necessidade de alguns ajustes de procedimentos operacionais, nos intermediários e na depositária central, conforme veremos abaixo, mas a condição atual de identificação poderia ser mantida.

Nos Estados Unidos, onde a internalização tem uma elevada participação nas operações totais dos investidores de varejo no mercado de ações, a custódia do título na depositária fica designada ao intermediário e este realiza a identificação da posição do cliente final em seus registros internos. Dessa forma, a alteração da propriedade da ação ocorre internamente, sem sensibilizar os registros da instituição depositária. Existe, no entanto, uma situação em que o intermediário precisa realizar uma alteração no registro da depositária, que ocorre quando o ativo negociado se encontrar em outra depositária, ou em nome de outro intermediário. Isso é relativamente raro, mas traria a necessidade de trocar a propriedade nas duas depositárias (procedimento de complexidade mediana, que é

realizado como um serviço da central depositária DTCC, que se conecta com todas as depositárias e *clearings* do país).

No caso brasileiro, a identificação ocorre na depositária e não no intermediário. Quando ocorre uma negociação na bolsa, o comando ocorre através do agente de custódia e é confirmado pela bolsa. No caso da internalização sob a regra de identificação do cliente final bastaria que o agente de custódia tivesse a possibilidade de comandar a transferência da custódia da conta do cliente para a conta do intermediário sem a confirmação da bolsa (o que seria mais próximo do que ocorre na situação de ser necessária a transferência entre as depositárias nos Estados Unidos).

A regulamentação da internalização de ordens poderia trazer um avanço nessa atividade de controle de posições, tornando de responsabilidade do intermediário a alteração da titularidade, com a obrigatoriedade de reportar à depositária e à supervisão, como ocorre atualmente na negociação de títulos privados. Essa mecânica operacional traria um controle descentralizado, com múltiplas camadas de acompanhamento e um menor risco operacional de dimensões sistêmicas, que ocorreria na hipótese de uma falha nos controles da depositária.

### 3) Contraparte central e identificação do comitente final em conta de custódia seria um impeditivo?

Enquanto houver apenas uma depositária no Brasil, vemos que a identificação do cliente final não representaria um dificultador ou impeditivo. Seria uma situação que envolveria alguma adaptação dos procedimentos operacionais atuais no intermediário e na depositária central, mas poderia ser realizado e talvez trouxesse até mesmo um avanço em termos de segurança e controle, como vimos acima.

Para o caso de haver mais de uma depositária autorizada a operar no Brasil com a guarda do mesmo ativo, a situação seria diferente e a regulação precisaria ser alterada para permitir a transferência do título de uma depositária para a outra e evitar a duplicidade de lançamentos, através da troca de informações para a consistência de dados.

Neste caso de múltiplas depositárias, a interferência da CVM para organizar a interconectividade é fundamental, pois evitaria os naturais atritos decorrentes da adoção de diferentes padrões de códigos de ativos, protocolos de comunicação, periodicidade de transferência de arquivos e a natural rejeição de acordos, causada pela concorrência.

***b. A CVM possui interesse especial em compreender até onde o atual arcabouço de regulação e autorregulação das ofertas diretas vem cumprindo seus objetivos regulatórios. Sendo assim, questiona-se especificamente se há percepção de necessidade de revisão na regulação e autorregulação desses instrumentos, e por qual razão.***

De uma forma geral o arcabouço regulatório e autorregulatório vem cumprindo os seus objetivos. Os avanços regulatórios para preparar o mercado para o surgimento de uma competição na prestação de serviços de administração de mercado primário (bolsa) pode

ser considerado como um importante marco em termos de liberdade competitiva e modernização do mercado de capitais brasileiro.

Um elemento, já apontado anteriormente, está na manutenção de informações históricas de ofertas e negócios, que foi relaxada pela Resolução CVM 135/2022. Essas informações são importantes para que os participantes do mercado testem serviços e produtos financeiros, que sejam analisados elementos de gestão de risco de mercado, que o compliance possa analisar operações específicas frente ao padrão de mercado e que os clientes e intermediários possam se defender no âmbito de processos administrativos. O mercado hoje não dispõe dessas informações e a transparência pós-trade, um dos princípios basilares do mercado multilateral com livro de ordens com limite central está bastante prejudicada.

No caso da autorregulação, a estrutura está preparada apenas para a situação de uma única bolsa. A literatura acadêmica sobre concorrência entre bolsas, tem no trabalho de Scheinkman & Santos<sup>17</sup> [2001] a principal fonte de alertas sobre a forma de competição e tem respaldado a regulação desta atividade. Segundo os autores, como o serviço é muito semelhante entre as bolsas competidoras, a vantagem surgiria de regras e supervisão menos rígidas e a possibilidade de serem admitidas atividades operacionais menos seguras.

Considerando essa possibilidade competitiva, cada vez mais anunciada por diferentes interessados no setor, haveria a situação de múltiplos autorreguladores, com regras e procedimentos de supervisão que poderiam representar esse diferencial competitivo apontado por Scheinkman & Santos [2001]. Frente a essa possibilidade seria interessante a provisão regulatória para a existência de uma entidade autorreguladora que consolidasse e uniformizasse as regras de diferentes autorreguladores (como ocorre com a FINRA), reduzindo riscos e fortalecendo o mercado de capitais.

### 3. Participantes Afetados (inciso III do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

***Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise dos participantes afetados realizada na seção IV do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.***

“ ...

*III - identificação dos agentes econômicos, dos usuários dos serviços prestados e dos demais afetados pelo problema regulatório identificado;*

...”

Os principais agentes envolvidos em uma eventual aprovação da internalização seriam: a bolsa, os intermediários, os investidores de alta frequência e os investidores pessoa física e

<sup>17</sup> Tano Santos and Jose Scheinkman, (2001), Competition among Exchanges, *The Quarterly Journal of Economics*, 116, (3), 1027-1061

institucionais. Buscaremos fazer uma análise do impacto regulatório sobre cada um deles, em seus aspectos positivos e negativos.

#### *a. A bolsa*

A bolsa é um candidato natural a ser apontado como prejudicado pela adoção da internalização de ordens, pelo direcionamento do fluxo de ordens do varejo para fora do seu ambiente de negociação.

Estudos demonstram que os clientes de varejo são numerosos, mas produzem negócios com pouco volume financeiro. Os impactos da internalização no mercado bursátil norte-americano foi pequeno, embora seja difícil identificar até que ponto houve uma substituição desse volume redirecionado do varejo pelos investidores institucionais e se as condições de mercado é que estariam determinando um aumento do volume de negócios em termos gerais.

Segundo os estudos de impacto nos Estados Unidos, a internalização representa entre 11% e 16% do volume total e representa quase a totalidade das operações de clientes de varejo. Considerando as informações contidas no Relatório Anual da B3, referente ao ano de 2023, temos que a receita com negociação em renda variável representa 29% do total e a receita com serviços de depositária com as operações de renda variável representariam apenas 1,6% da receita total. Se considerarmos que apenas uma parte das operações seriam internalizadas no Brasil (digamos 15%, como ocorre com a provisão passiva de liquidez do RLP), teríamos que o impacto seria entre 0.4785% e 0.696% das receitas com negociação e de 0,026% e 0,038% das receitas com serviços de depositária, um número que se encontra dentro de padrões normais de flutuação de receitas corporativas no Brasil.

Adicionalmente, temos que a internalização poderia influenciar a decisão de novos participantes interessados em concorrer na atividade de negociação multilateral admitindo a redução de receita em seu planejamento de negócio. Poderia ocorrer uma pequena redução no volume de operações do mercado, mas como descrito no cálculo do impacto sobre a B3 não seria significativo. Essas conclusões se encontram em linha com o que é reportado nos Estados Unidos e na Austrália.

#### *b. Os intermediários*

A internalização depende de dois fatores para ser executada com baixo risco e elevada eficiência operacional: escala de negócios e a possibilidade de negociação do fluxo de ordens para investidores especializados.

Da mesma forma como ocorre atualmente com: o RLP no Brasil, o PLP na Europa e a internalização de ordens nos Estados Unidos da América, Canadá e Austrália, nem todos os participantes atuariam na internalização de ordens. Existe uma percepção da possibilidade de um risco de mercado significativo nos momentos de assimetria no fluxo de ordens e a necessidade de uma elevada escala operacional.



Normalmente as discussões focam na situação em que o fluxo de ordens fica simétrico e existe uma perfeita coincidência entre as quantidades negociadas na compra e na venda, quando o intermediário ganharia o *bid-ask spread*, reduzido das melhorias de preço previstas para as suas operações.

É uma situação com relativamente baixa probabilidade de ocorrência e o intermediário deve controlar os desbalanceamentos de fluxos com modelos de negociação, normalmente dispendiosos, quando podem surgir acúmulos não-planejados de posições compradas ou vendidas. Essa situação retira uma boa parte dos intermediários da atividade, deixando os participantes com maior escala de negócios e com maior apetite ao risco.

Os participantes de menor porte ou mais avessos ao risco frequentemente utilizam o mecanismo de negociação do fluxo de ordens (PFOF) deixando que investidores especializados atuem, compensando riscos entre diferentes fluxos adquiridos de intermediários, realizando hedge e, não raro, acumulando posição em suas carteiras de investimento.

Vemos o impacto regulatório sobre os intermediários como positivo, permitindo a oferta de serviço de provisão de liquidez aos clientes de varejo, desde que os intermediários de menor porte possam negociar o seu fluxo de ordens. Em caso de restrição de negociação do fluxo de ordens haveria um desequilíbrio concorrencial, agravando a tendência atual de concentração da intermediação, como apontada no Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório.

Os intermediários de menor porte seriam beneficiados e haveria um maior equilíbrio concorrencial se houvesse a permissão do PFOF em condições controlada. A permissão deveria aproveitar a especialização do provedor de liquidez por um determinado tipo de título ou valor mobiliário ou até mesmo por um setor da economia e autorizar a designação de apenas um participante por ativo, evitando que o mesmo provedor de liquidez seja obrigado a atuar em todos os ativos e mercados como ocorre atualmente no RLP. Essa atividade em mercados onde existe baixa especialização do provedor de liquidez tem concentrado a atividade do RLP nos mercados futuros e deixado o mercado à vista de ações praticamente sem negociação.

A autorização de apenas um participante também resolveria um problema que vem sendo enfrentado nos Estados Unidos da América. Trata-se de uma eventual competição entre os provedores de liquidez em momentos de desequilíbrio no fluxo de ordens, com prejuízo para os investidores de varejo. Também resolveria a discutida possibilidade de haver um direcionamento de ordens por uma regra orientada pelo valor pago pelo provedor de liquidez e não pelas melhores condições para a provisão de liquidez.

#### c. Investidores de alta frequência

Da mesma forma como ocorre atualmente com o RLP temos um impacto sobre os investidores de negociação em alta frequência. Estes deverão ser afetados negativamente. A atividade desses investidores é focada em arbitragem entre mercados e nas



movimentações atípicas de alguns investidores, normalmente aquelas resultantes de vieses comportamentais de investidores de varejo ou de impacto de preços causados pela necessidade de grandes investidores (compra de grandes lotes pelo preço médio).

Nos Estados Unidos, alguns investidores de alta frequência atuam como provedores de liquidez na internalização de ordens ao comprarem fluxos de ordens de pequenos intermediários. Essa atividade não foi observada no RLP pela característica passiva para a provisão de liquidez dessa modalidade operacional. Se aprovada a internalização de ordens é possível que esses investidores de alta frequência busquem oportunidades através de PFOF e tragam para o mercado brasileiro a sua tecnologia de atuação.

d. Investidores de varejo (considerados como não informados)

Os investidores de varejo podem ser beneficiados se for permitido que a sua adesão ocorra voluntariamente através da adesão ao roteamento das suas ordens para a internalização (*opt-in*) e a possibilidade de retornar à condição de roteamento das ordens para o livro central da bolsa a qualquer momento (*opt-out*).

A possibilidade de ter as suas ordens atendidas imediatamente a um preço que é referenciado no mercado de maior liquidez, com transparência e com a possibilidade de contar com a isenção de custos de corretagem e emolumentos que, por equivalência, trariam a negociação para um preço melhor do que seria possível se estivesse negociando diretamente no livro central da bolsa.

O benefício dos investidores de varejo estaria no âmbito financeiro, podendo ser esperado resultados iguais ou superiores aos que foram verificados no RLP.

e. Investidores institucionais (informados)

Os investidores institucionais são pouco afetados pela internalização de ordens, conforme alguns estudos recentes de Boehmer, E., Jones C.M., Xiaoyan Zhang, Xinran Zhang [2021] e por Hsieh, S., Chan, C., Wang M. [2020], que já foram citados acima.

No mercado norte-americano é observada a prestação de um serviço pelos intermediários aos investidores institucionais, quando atuando em mercados ilíquidos e os institucionais contratam a aquisição ou a venda sistemática de grandes lotes de títulos ou valores mobiliários sem que a sua presença seja identificada (reduzindo a chance de *front running*) e com o pagamento pelo lote de ações ou outros valores mobiliários ao preço médio observado no dia para o ativo.

#### 4. Benchmark Internacional (inciso IX do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

“ ...

*IX - mapeamento da experiência internacional quanto às medidas adotadas para a resolução do problema regulatório identificado;*

...

*Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise das experiências regulatórias internacionais realizada na seção V do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico. Ressaltamos ainda que a regulação internacional é um objeto em contínua evolução e pode haver informações já defasadas quando da publicação deste Edital, as quais instamos os respondentes a apontarem.*

O Relatório Parcial de Impacto Regulatório foi bastante abrangente e apresentou uma análise detalhada da experiência internacional com a internalização de ordens.

Com relação aos Estados Unidos da América é pacífico que se situa em condição bastante distante da realidade regulatória brasileira e em processo de revisão das regras para a internalização de ordens.

A análise do arcabouço regulatório para a internalização de ordens da Austrália, também foi bastante precisa e correta e acreditamos que este arcabouço se posiciona como principal referencial para a regulamentação da internalização de ordens no Brasil, se essa for aprovada. Tanto nos aspectos principiológicos, quanto operacionais a regulamentação australiana é traz uma linha que pode beneficiar muito o mercado brasileiro.

Quando analisado o mercado canadense ficou clara a proximidade de sua política regulatória e subentendida as semelhanças das condições dos mercados de capitais brasileiro e canadense. Na verdade, o arcabouço principiológico que suporta a regulamentação da internalização de ordens é bastante robusto e avançado e desempenha duas funções muito importantes: (i) a proteção do mercado canadense da exportação de ordens para o gigantesco mercado norte-americano e (ii) a coordenação das regulamentações operacionais nas províncias, que tendem a competir também.

O mercado canadense poderia ser uma referência de alta qualidade para as regras principiológicas, onde seria encontrada uma condição equiparável à regulação australiana. Para as regras operacionais a divergência de posicionamento das províncias traz uma realidade de baixa aplicabilidade ao mercado brasileiro, conforme apontado pelo Relatório Parcial.

Dessa forma, como já apontado anteriormente, sugerimos que a regulação canadense e australiana sejam tomadas como referência para a regulação brasileira, se a internalização de ordens for aprovada, e a regras operacionais deveriam tomar como referência as regras australianas.

*a. Um tópico de interesse não constante no Relatório Parcial consiste num comparativo internacional acerca do alcance de mecanismos de ressarcimento de perdas disponíveis para investidores (sobretudo de varejo) no exterior, e se operações internalizadas são*

*eventualmente cobertas por tais mecanismos. Assim sendo, insta-se os respondentes a trazerem subsídios acerca desse ponto em especial.*

O mecanismo de ressarcimento de perdas disponível hoje no Brasil (o MRP) é bastante antigo e limitado e, por essa razão, apresenta pontos positivos e negativos que precisariam ser analisados em um momento em que se discute a internalização de ordens, a negociação de títulos privados e a introdução de ativos digitais em plataformas bilaterais. Além disso, contribui para a avaliação de uma revisão do MRP, o fato de estarem aprovados mecanismos que ocorrem fora do livro central, como a negociação de grandes lotes.

O MRP está direcionado à cobertura de prejuízos dos investidores, causados por falhas operacionais ou fraudes em operações executadas por um intermediário nos sistemas da bolsa. A possibilidade de haver mais de uma bolsa operando simultaneamente levaria à existência de diferentes MRP, um para cada bolsa, juntamente com a possibilidade de uma discussão sobre a eventual cobertura em situações de roteamento de ordens para ambientes alternativos de negociação e para falhas nos sistemas das bolsas, que impactariam nos resultados financeiros dos clientes, mas sem a responsabilidade dos intermediários.

O MRP tem um capital provisionado para indenizações, sob a custódia da bolsa, e o intermediário onde ocorreu a falha ou fraude é obrigado a recompor o capital do mecanismo. A necessidade de indenização do cliente por problemas que ocorresse no cenário de insolvência do intermediário responsável impossibilitaria a cobertura do tipo *defaulter pay* e levaria à situação de uma cobertura do tipo *survivors pay*, ou seja, o fundo deverá ser recomposto com aportes dos intermediários remanescentes e que não cometeram falhas ou fraudes.

Outro cenário seria de uma perda causada por falha da própria bolsa (de sistema, como ocorreu em Cingapura em 2012) ou por uma eventual fraude afetando a depositária ou a Clearing. Nesses casos as perdas para o mercado poderiam ser significativas, alcançando diversos participantes. Em falhas de dimensões sistêmicas, que são eventos de probabilidade muito baixa, o MRP não poderia cobrir as perdas dos investidores e não poderia ser considerado um mecanismo eficiente para a cobertura deste tipo de risco.

Finalmente, temos que a cobertura do MRP é limitada aos ativos negociados na bolsa, deixando fora da cobertura de falhas operacionais todos os demais ativos que são autorizados para os intermediários oferecerem aos seus clientes, mas são negociados no mercado de balcão bilateral.

Para esses ativos negociados fora do ambiente de bolsa, as falhas decorrentes de problema de crédito de alguns produtos possuem a cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), mas não são previstas indenizações por este mecanismo para as falhas operacionais ou para fraudes.

Nos Estados Unidos da América o mecanismo para a cobertura de perdas para o investidor atua de forma eficiente e é composto por duas iniciativas independentes:

- (a) Para a cobertura de risco de insolvência ou falência do intermediário existe o SIPC (*Securities Investor Protection Corporation*). Criada por uma lei federal em 1970, é uma empresa sem fins lucrativos, que administra um fundo mantido por contribuição dos intermediários associados, cujo capital (reserva matemática para cobertura de

perdas) é investido em títulos públicos. A indenização é limitada aos eventos de crédito nas instituições associadas e tem um valor de indenização limitado. A SIPC tem uma forma de atuação muito próxima do FGC e poderia ser adotada no Brasil, cobrindo um espectro de eventos não atendidos pelo MRP.

- (b) Para a cobertura de risco de crédito para recursos em conta corrente e para títulos de emissão bancária, o Brasil conta com o FGC e os Estados Unidos da América com o FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), ambos com atividade muito semelhante e considerados como muito eficientes.
- (c) Para a cobertura de falhas operacionais e fraudes (não cobertas pelo SIPC e parcialmente cobertas pelo MRP) os investidores dos Estados Unidos da América contam com a proteção de apólices de seguro contratadas pelo intermediário a seguradoras autorizadas, com uma cobertura mediante a verificação de ocorrência da falha ou fraude pelo órgão supervisor (FINRA).

Considerando que os mecanismos de segurança oferecidos pelos intermediários aos investidores representam um importante diferencial competitivo, os intermediários americanos buscam cercar os investidores desses mecanismos, para transmitir uma sensação de segurança e controle aos seus clientes. Um elemento importante para a segurança do mercado como um todo é que os garantidores exercem um constante acompanhamento, em camadas, das medidas de segurança e das estatísticas de eventos de falhas, melhorando a qualidade da supervisão de mercado pelos alertas estabelecidos pelas entidades independentes.

Como existe uma tendência de ampliação das operações realizadas fora do ambiente de bolsas e, portanto, fora da cobertura do MRP, e também existe a possibilidade de concorrência nas atividades de bolsa e de depositária, o que tornaria o mecanismo do MRP muito complexo e com eficiência decrescente, seria oportuna a discussão de mecanismos mais amplos, eficientes e com independência com relação às bolsas. Para essa situação sugerimos o estudo de um mecanismo referenciado no modelo dos Estados Unidos da América.

*Existe alguma outra jurisdição de interesse relevante para a compreensão de medidas adotadas para a mitigação dos problemas regulatórios identificados a qual deveria ser abordada em acréscimo? Por quais razões tal jurisdição deveria ser analisada? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.*

Não existe uma sugestão de jurisdição relevante que ainda não tenha sido abordada e analisada. O Relatório Parcial foi bastante preciso na identificação dos principais mercados e onde a regulação se encontra mais desenvolvida e testada.

## 5. Objetivos Regulatórios (inciso V do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

“...

V - definição dos objetivos a serem alcançados;

...”

*Dessa maneira, considerando: i) os mandatos legais da CVM; ii) as diretrizes regulatórias recomendadas pela IOSCO; iii) a existência dos problemas regulatórios mencionados na seção II do Relatório Parcial e os trade-offs inerentes aos interesses particulares dos participantes mencionados na seção IV: “6. Quais deveriam ser os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM no que se refere a regulação do tema? A CVM deveria considerar o balanço entre objetivos conflitantes? Há objetivos regulatórios os quais não podem de maneira alguma serem sacrificados em função deste balanço? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico”.*

A regulação da internalização de ordens deve seguir os seguintes objetivos:

- Adotar procedimentos e controles que atuem na proteção dos investidores, trazendo segurança;
- Modernizar o mercado de capitais, trazendo novas alternativas para a negociação de títulos e valores mobiliários;
- Proteger os participantes de menor porte evitando que a concentração de mercado seja proveniente de barreiras regulatórias ou pelo atraso do mercado frente aos mercados internacionais competidores;
- Evitar que a liquidez do mercado de capitais seja exportada, em decorrência da defasagem dos produtos domésticos, de um desequilíbrio de condições entre os intermediários, favorecendo instituições com capacidade negociação no exterior e sensação do mercado local ser menos seguro do que mercados internacionais competidores;
- Aprovar produtos e procedimentos operacionais que permitam o desenvolvimento e a modernização dos participantes e que amplie as oportunidades, a transparência e a segurança do mercado de capitais brasileiro.

*a. Os respondentes podem concatenar os objetivos em objetivos finalísticos da regulação e objetivos-meio, caso seja pertinente.*

A regulação da internalização de ordens enfrenta dois tipos de desafios para os quais deverão ser traçados objetivos regulatórios: um de natureza sistêmica, envolvendo a estabilidade e liquidez do mercado de capitais e outro de natureza operacional.

Os objetivos regulatórios para os desafios de natureza sistêmica são os seguintes:

- a. Promover o alinhamento de regras e procedimentos operacionais brasileiros com mercados internacionais relevantes. O atendimento desse objetivo impacta diretamente na melhor compreensão do mercado local por investidores internacionais, na segurança jurídica das regras locais e constante atualização da regulação;

- b. Focar na integridade e estabilidade do mercado de capitais, mesmo na presença de uma regra operacional diferenciada atuando simultaneamente com a regra atual. Esse objetivo deverá manter o mercado de capitais brasileiro eficiente, moderno e seguro, evitando a arbitragem regulatória por parte dos investidores. Outro efeito positivo deste objetivo está no favorecimento à competição saudável entre os intermediários e entre as entidades de infraestrutura de mercado, tornando clara para os investidores as vantagens e os riscos de cada uma das alternativas disponíveis;
- c. Proteger o mercado local de condições de arbitragem regulatória, causada por desnecessária complexidade operacional local ou custos excessivos, que levem a uma migração de operações para outros mercados internacionais. Isso prejudicaria a liquidez doméstica, desestimularia os investimentos na indústria de intermediação e nas infraestruturas de mercado, além de elevar o risco do mercado.

A regulação deve manter como objetivo central o crescimento do mercado de capitais e a sua segurança e transparência.

Em termos dos desafios de natureza operacional, a regulação deve atentar para os seguintes pontos:

- a. Estabelecer regras operacionais alinhadas com aquelas observadas no exterior, reduzindo os custos para a introdução de novos procedimentos, produtos ou controles, pois a tecnologia local aproveitaria o conhecimento e as experiências internacionais. Deve-se ter em mente que os custos tecnológicos para a operação e controle têm uma grande importância nas decisões de investimento globais;
- b. Devem ser estudados veículos de controle, transparência e segurança como ocorre no exterior, abrangendo todas as operações do mercado de capitais. Para o controle e transparência deve ser considerada a possibilidade de haver uma entidade centralizadora de informações para a sua verificação e divulgação, como ocorre com a FINRA nos Estados Unidos (essa posição é particularmente interessante na hipótese de competição entre bolsas e depositárias, pois seria evitado o risco de uma competição baseada na leniência da autorregulação e supervisão, como apontado em Scheinkman & Santos [2001]). Para a segurança dos investidores, deverão ser consideradas alternativas como a SIPC e a presença de seguros por falhas operacionais, pois esses se mostram mais eficientes em termos de cobertura e promovem uma supervisão adicional independente e em camadas, voltadas ao comportamento de participantes com relação ao risco, incluindo os intermediários e a infraestrutura de mercado;
- c. Evitar que a regulação crie diferenciais qualitativos entre as diferentes modalidades operacionais e tratar as alternativas como equivalentes em termos de risco, atenção regulatória e supervisão. É importante desenvolver uma regulação que considere as alternativas operacionais como uma forma de atender de maneira específica uma necessidade dos investidores e evitar que sejam traçadas quaisquer preferências ou dada vantagens a uma modalidade operacional em detrimento das demais.

Embora a regulação atual já tenha apresentado avanços significativos em termos de abertura para competição entre os participantes do mercado e a aceitação de outras modalidades operacionais, é importante manter essa linha de atuação nas regras, o que



possibilitaria a entrada de novas modalidades operacionais, mercados e serviços financeiros para o atendimento das necessidades de investimento dos clientes do mercado de capitais.

## Referências bibliográficas

Abudy, Menachem Meni. "Retail investors' trading and stock market liquidity." *The North American Journal of Economics and Finance* 54 (2020): 101281.

AMF News Release (01 July 2021). The AMF has published an impact analysis on the liquidity of French equity options following the introduction of a speed bump on the Eurex trading venue | AMF ([amf-france.org](https://amf-france.org))

Barardehi, Yashar and Bernhardt, Dan and Da, Zhi and Warachka, Mitch, Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision? (February 2, 2022). Available at [https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/departments/finance/Paper\\_6-1.pdf](https://cba.lmu.edu/media/lmucollegeofbusinessadministration/departments/finance/Paper_6-1.pdf)

Barber, Brad M., Terrance Odean, and Ning Zhu. "Systematic noise." *Journal of Financial Markets* 12.4 (2009): 547-569.

Benhami, K., Demartini, A., Schwager, L. – Retrospective Analysis of the Impact of Liquidity Contracts on the French Market (December 2019 – May 2020) and Potential Changes in Accepted Market Practice. *Autorité des Marchés Financiers*, April 2021 ([amf-france.org](https://amf-france.org))

Bernhardt, Yashar H. Barardehi Dan, Zhi Da, and Mitch Warachka. "Internalized Retail Order Flow: Informed Trading or Liquidity Provision?." (2022).

Boehmer, E., Jones, C. M., Zahng, X., Zahng X. (2021). Retail Investor Activity. *The Journal of Finance*, Vol 76, Issue 5, October 2021, Pages 2249-2305

Bondarenko, Oleg, Competing Market Makers, Liquidity Provision, and Bid-Ask Spread (December 20, 2000). *Journal of Financial Markets*, Vol. 4, pp. 269-308, 2001, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=253894>

Chen, Daniel, and Darrell Duffie. 2021. "Market Fragmentation." *American Economic Review*, 111 (7): 2247–74

Cont, Rama, Arseniy Kukanov, and Sasha Stoikov. "The price impact of order book events." *Journal of financial econometrics* 12.1 (2014): 47-88.

EUREX Initiatives. Available at <https://www.eurex.com/en/support/initiatives/archieve/passive-liquidity-protection>

Genaro, Alan and Saffi, Pedro A. C., Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of 'Retail Liquidity Provider' Orders in Brazil: Impact on Market Quality) (November 8, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3986368>

Gonçalves, Jorge, Roman Kräussl, and Vladimir Levin. *Do "speed bumps" prevent accidents in financial markets?*. No. 636. CFS Working Paper Series, 2019.

Grammig, Joachim, and Erik Theissen. "Is BEST really better? Internalization of orders in an Open Limit Order Book." *Schmalenbach business review* 64 (2012): 82-100.

- Hahn, Arthur W., and Edward J. Zaborcki. "Responsibility for Customer Losses Due to Failure of Correspondent Brokers and Other Depository Institutions." *Chi.-Kent L. Rev.* 71 (1995): 1053.
- Harris, Larry – Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. Oxford University Press, 2003. Págs. 394 – 409
- Hsieh, Shu-Fan, Chia-Ying Chan, and Ming-Chun Wang. "Retail investor attention and herding behavior." *Journal of Empirical Finance* 59 (2020): 109-132.
- Lehalle, Charles-Albert; Laruelle, Sophie – Market Microstructure in Practice 2<sup>nd</sup> edition. Word Scientific, 2018. Págs 117 – 142
- Le Moign, Caroline. "Securing Passive Liquidity: the Impact of Europe's First Asymmetric Speed Bump on Market Quality.". Institut Louis Bachelier (2024)
- Le Moign, C., Benhami, K. – Effect of Speed Bumps: Analysis of the Impact of the Implementation of Eurex's Passive Liquidity Protection on French Equity Options. AMF, Autorité des Marchés Financiers, Juillet 2021
- Mishra, Suchismita, and Le Zhao. "Order Routing Decisions for a Fragmented Market: A Review." *Journal of Risk and Financial Management* 14.11 (2021): 556.
- Muhle-Karbe, Johannes, Eyal Neuman, and Yonatan Shadmi. "Fluid-Limits of Fragmented Limit-Order Markets." *arXiv preprint arXiv:2407.04354* (2024).
- Subburayan, Baranidharan. "Retail Investors Behavioural Bias on Investment Decision Making—A text Mining Literature Review." (2023).
- Tano Santos and Jose Scheinkman, (2001), Competition among Exchanges, *The Quarterly Journal of Economics*, 116, (3), 1027-1061