

NOTA TÉCNICA

TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS ASA/CVM
Nº 01/24. INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS. IMPACTOS
SOBRE A SUPERVISÃO DOS MERCADOS
REGULAMENTADOS.

Nota Técnica elaborada a pedido de
B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Outubro de 2024

Sumário

I.	Introdução	3
II.	Internalização de ordens: impactos gerais	5
	a) Fragmentação	5
	b) Transparência e formação de preço.....	7
III.	Impactos sobre a atividade de supervisão	12
III.1.	Dever de melhor execução.....	12
	a) Desafios impostos por múltiplos ambientes de negociação	13
	b) A adaptação da regra de melhor execução: regime vigente	15
	c) Desafios impostos por ambientes internalizados.....	17
III.2.	Comprometimento dos dados sobre as operações realizadas	27
III.3.	Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos.....	32
	a) Conceito e características.....	32
	b) Funções	34
	c) Cenário internacional	35
	d) Operações internalizadas	37
	e) Alternativas.....	38
	f) Síntese	41
IV.	Conclusões.....	42

I. Introdução

1. Em 09/05/2024, por meio do Edital (“Edital”) da Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (“Tomada Pública de Subsídios”), a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) convidou interessados a apresentar manifestações a respeito de determinados aspectos do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório sobre Internalização de Ordens (“Relatório”) publicado na mesma data.

2. Nesse contexto, fomos contratados pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) para realizar estudo a respeito do assunto, sob as perspectivas jurídica e regulatória, com o objetivo de analisar os temas objeto de questionamento no Edital e, com base em tal análise, apresentarmos nossas considerações. O propósito de nossas considerações, em linha com o objetivo geral da B3 em relação à Tomada Pública de Subsídios, é oferecer à CVM, por meio desta Nota Técnica, elementos úteis para as próximas etapas do processo de “compreensão e análise do problema regulatório” (tal como descrito no Edital).

3. Em particular, esta Nota Técnica tem por objetivo avaliar possíveis repercussões para as atividades de supervisão dos mercados regulamentados que poderiam advir da flexibilização do regime vigente, assim como as alternativas regulatórias que poderiam ser adotadas para mitigar eventuais impactos adversos identificados.

4. A internalização de ordens é questão que desperta discussões de grande relevância nos principais mercados de capitais. A análise da literatura sobre o tema revela a existência de apenas um ponto em que existe consenso: o debate a respeito é intenso e não se identifica sequer tendência de formação de entendimento majoritário em torno de seus principais aspectos. Tal constatação, aliás, corrobora o acerto da decisão da CVM de realizar a Tomada Pública de Subsídios antes de decidir por qualquer medida de cunho regulatório que provavelmente se revelaria prematura e sujeitaria o mercado a riscos desnecessários, em especial em relação a sua higidez e eficiência.

5. Ao optar por essa Tomada Pública de Subsídios, a CVM reconhece a complexidade das questões envolvidas em uma possível adoção direta e irrestrita da internalização de ordens, e sinaliza sua intenção de prosseguir, com a prudência devida, na ponderação dos méritos e riscos do instituto.

E faz bem ao seguir dessa forma, por tratar-se de uma decisão de grande impacto no próprio desenho do mercado de valores mobiliários, com consequências relevantes nos preços praticados¹.

6. Não raro, essa Autarquia recebe propostas de alterações em suas normas sob o argumento de que a medida foi adotada, com sucesso, em algum mercado mais desenvolvido. Entretanto, se esse pode ser um argumento que justifique estudo aprofundado da medida sob consideração, obviamente não poderá ser entendido como evidência suficiente para sua adoção no Brasil. São diversos os mecanismos de mercado praticados, inclusive para diferentes classes de ativos. E isso apenas demonstra que as escolhas regulatórias sobre desenho de mercado dependem da consideração de circunstâncias específicas e outros fatores que escapam aos modelos teóricos mais abrangentes².

7. Esta Nota Técnica está dividida em quatro capítulos, incluindo esta Introdução.

8. O segundo capítulo se dedicará a situar o tema, identificando os principais impactos da internalização de ordens sobre o funcionamento dos mercados com base na literatura especializada e, também, na experiência brasileira com relação às chamadas ofertas *Retail Liquidity Provider* (“ofertas RLP” ou “RLP”).

9. No terceiro capítulo serão abordadas as dificuldades para a supervisão dos mercados regulamentados que podem advir da flexibilização dos limites à realização de operações internalizadas com a indicação, conforme o caso, de providências destinadas a mitigar esses efeitos. Neste capítulo, também será examinada a conveniência da instituição de mecanismos de ressarcimento de prejuízos a investidores incidentes sobre operações internalizadas, assim como as possíveis estratégias regulatórias voltadas a esse objetivo.

10. Por fim, no quarto capítulo, serão sintetizadas as conclusões alcançadas ao longo desta Nota Técnica.

¹ A advertência já havia sido feita por diversos autores. Veja-se, p. ex., MENDELSON, Haim. Consolidation, Fragmentation and Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 22, nº 02, 1987, p. 190. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2330712>>: “Thus, market design requires an analytic framework for studying the effects of market consolidation or fragmentation on its performance. The interest in such a framework is enhanced by the trend towards automation of the exchange process, which calls for an explicit analysis of the costs and benefits of alternative exchange procedures (cf. [3]), and by the effects of market liquidity as a determinant of asset returns”.

² Conforme já observado por MENDELSON, Haim. *Ibid.*, p. 206.

II. Internalização de ordens: impactos gerais

a) Fragmentação

11. A fragmentação, tanto de informações a respeito de ordens executadas quanto de liquidez, é uma questão relevante em qualquer mercado com múltiplos ambientes de negociação, sejam eles organizados sob forma de bolsa ou não. O fenômeno, portanto, não está necessariamente relacionado à internalização e se verifica em mercados plenamente transparentes, embora a permissão da prática contribua evidentemente para esse resultado, afinal permite a existência de um fluxo alternativo de ofertas, de modo que a demanda real por um determinado ativo deixa de estar integralmente refletida no livro central de ofertas, passando a ser consumida pela carteira própria do intermediário.

12. Mercados fragmentados são, por consequência, menos profundos, já que o volume negociado passa a estar disperso e, com isso, ordens direcionadas a um ambiente deixam de interagir com outras direcionadas a outros mercados, reduzindo a probabilidade de que venham a ser executadas. Assim, quanto menor a profundidade originária de um dado mercado, maiores os riscos de uma eventual fragmentação da liquidez para o processo de formação de preços.

13. Além disso, a fragmentação também pode ter impactos sobre a eficiência de tal mercado, pois aumenta os custos para o investidor com a busca por liquidez em diferentes ambientes de negociação.

14. De todo modo, conforme mencionado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Risco (“ASA”) em seu Relatório, a mera fragmentação de liquidez em ambientes de negociação do mesmo tipo não representa um problema regulatório por si só, sendo inclusive já permitida pelo arcabouço regulatório atual³.

15. O que compete ao regulador assegurar, diante da possibilidade de fragmentação, é que isso não acarrete perda de eficiência e que os investidores sejam tratados de forma equitativa. Para tanto, o regulador deverá garantir, por um lado, que a disseminação da informação relacionada às negociações ocorra de forma tempestiva e ampla, a fim de se refletir adequadamente no processo de

³ ASA. Relatório, 2024, p. 4. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf/view#:~:text=Voc%C3%AA%20est%C3%A1%20aqui:%20P%C3%A1gina%20Inicial%20Centrais%20de%20Conte%C3%BAdo%20Publica%C3%A7%C3%B5es%20Estudos>>.

formação de preços e, por outro, que investidores tenham acesso não-discriminatório aos ambientes de negociação e às informações de mercado e preços⁴⁻⁵.

16. Além disso, na hipótese de admissibilidade da internalização por meio de ordens opacas não executadas em ambientes de bolsa, a fragmentação resultante não se dará entre mercados do mesmo tipo, havendo diferenças substanciais quanto aos níveis de proteção ao investidor aplicáveis em cada caso, o que requer um olhar atento do regulador na análise de potenciais modificações. Soma-se a isso a profundidade limitada do mercado brasileiro frente a outros mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano ou o europeu, corroborando a necessidade de adoção de uma postura mais cautelosa a fim de assegurar a higidez do processo de formação de preços.

17. A fragmentação de mercados também gera preocupações quanto à capacidade de supervisão da autoridade regulatória. Afinal, quanto mais fragmentado um determinado mercado, maiores os custos de supervisão frente àqueles incorridos em uma estrutura de ambiente único de negociação e plenamente transparente. Nesse sentido, ainda que limitada, a fragmentação dificulta e encarece a atividade de supervisão tanto para o órgão regulador, quanto para as entidades autorreguladoras. O monitoramento das negociações realizadas torna-se mais complexo, demandando muitas das vezes investimentos adicionais em soluções tecnológicas ou ajustes nas já existentes⁶.

18. Tampouco a evidência sobre volume de *spreads* em mercados centralizados e com maior fragmentação é conclusiva. Há estudos com indicações em sentidos opostos, resultantes de diferenças em seus modelos⁷, o que reforça a necessidade fundamental de reflexão cuidadosa sobre as

⁴ International Organization of Securities Commissions – IOSCO. *Principles for Dark Liquidity*, 2011, p. 22. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>>.

⁵ De todo modo, o acesso à informação tem benefício limitado ao investidor caso não seja assegurado que também possa acessar a oportunidade de investimento. Veja-se: IOSCO. *Transparency and Market Fragmentation*, 2001, p. 16. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>>.

⁶ NODA, Margareth. *Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil*. Tese (Doutorado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 38. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-17122015-105852/pt-br.php>>.

⁷ Identificam preferência de provedores de liquidez (*market makers*) grandes intermediários por mercados fragmentados: YIN, XiangKang. A Comparison of Centralized and Fragmented Markets with Costly Search. *The Journal of Finance*, vol. 60, nº 3, 2005, p. 1.584. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3694935>>; BIAIS, Bruno. Price Formation and Equilibrium Liquidity in Fragmented and Centralized Markets. *The Journal of Finance*, vol. 48, 1993, p. 157-185. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2328885>>. Enquanto isso, entendem que operadores de menor porte (*smaller traders*) são os agentes com preferência por mercados fragmentados: DE FRUTOS, Ángeles; MANZANO, Carolina. Risk Aversion, Transparency, and Market Performance. *The Journal of Finance*, vol. 57, 2002, p. 959-984. Disponível em: <<https://core.ac.uk/download/pdf/29399755.pdf>>.

características próprias de nosso mercado antes da adoção de opções regulatórias de caráter mais amplo.

b) Transparência e formação de preço

19. A transparência é elemento central no exercício, pelos reguladores de mercado de capitais, de sua função de assegurar a equidade e eficiência do mercado, em particular para a sua liquidez e qualidade do processo de formação de preços⁸, sendo usualmente analisada sob duas óticas: a transparência conferida pré-negociação e aquela existente uma vez executados os negócios. A literatura sobre o tema revela farta evidência no sentido de que, na média, mercados com maior transparência geram menores custos de negociação para operadores⁹.

20. A primeira assegura aos investidores acesso à demanda pela compra ou venda de um ativo antes de negociar, auxiliando na tomada de decisão. Seu papel é o de reduzir a assimetria informacional existente entre participantes de um mesmo mercado.

21. Já a transparência pós-negociação dissemina as informações sobre as negociações (quantidades, preços, horários, entre outras) após a execução das ordens, representando elemento importante para a atividade de supervisão dos reguladores, bem como para proteção de investidores ao permitir que se verifique a obrigação de melhor execução dos intermediários.

22. Cabe aos reguladores, portanto, estabelecer o nível de transparência mais adequado a cada mercado ou ativo. Ainda que a disponibilidade de informações tenda a atrair mais participantes para um determinado mercado, pode ser interessante, por exemplo, permitir certas exceções àqueles que negociam grandes lotes de valores mobiliários, conforme opção regulatória feita pela CVM quando da edição da Resolução CVM nº 135/2022 (“Resolução CVM nº 135”). Em tal situação, a possibilidade de negociação do ativo ao preço médio, sem necessidade de divulgação prévia, reduz o impacto que a negociação do lote diretamente em bolsa poderia ocasionar no preço do ativo.

23. A própria IOSCO reconhece a possibilidade de reguladores não exigirem transparência pré-negociação em determinados casos (a depender, por exemplo, do ambiente em que o ativo será

⁸ IOSCO. *Op. Cit.*, 2011, p. 6.

⁹ PAGANO, Marco; RÖELL, Ailsa. Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading. *The Journal of Finance*, vol. 51, nº 2, 1996, p. 579-611. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2329372>>.

negociado ou do tipo de ordem), de todo modo orienta que a decisão considere os impactos de tal medida no processo de formação de preços, fragmentação, equidade e eficiência do mercado¹⁰.

24. É igualmente importante que haja uma revisão periódica das exceções admitidas para assegurar que, em havendo necessidade, eventuais ajustes possam ser efetuados previamente à materialização de efeitos adversos ao mercado e aos investidores. Esta tem sido inclusive a postura da CVM com o RLP, como se verá adiante.

25. Vale ainda observar que, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, é assegurada a transparência pós-negociação em relação aos negócios executados fora de bolsa, seja em ambientes de negociação alternativos ou através de sistemas próprios das corretoras, de modo que a principal distinção da ordem internalizada em relação às ordens visíveis em tais mercados diz respeito à ausência de transparência pré-negociação.

26. Já em 2011 o Comitê Técnico da IOSCO expressou sua preocupação com o requisito da transparência pré-negociação, por entender que é fator-chave para o processo de formação de preços¹¹. Tal processo decorre do fluxo de oferta e demanda por um determinado ativo, o qual indica a disposição de investidores em negociar a um determinado preço, assim como de informações sobre as transações efetivamente executadas, de modo que quanto maior o interesse divulgado frente às transações realizadas, maior tende a ser a acurácia dos preços indicados.

27. Se uma grande quantidade de ordens não for transparente para os participantes, ou caso haja informações desiguais ou incompletas sobre as ordens transparentes, as informações disponíveis sobre preços podem ser insuficientes para que participantes do mercado identifiquem oportunidades de negociação. Há também preocupações com o risco de aproveitamento injustificado de oportunidade (*free ride*), já que ordens opacas podem se beneficiar injustamente das intenções reveladas de outros participantes no mercado.

28. Ainda de acordo com a IOSCO, cabe ao regulador estabelecer exigências para proteger a integridade do processo de formação de preços na ausência de transparência pré-negociação¹².

¹⁰ IOSCO. *Op. Cit.*, 2011, p. 26: “Principle 1: The price and volume of firm orders should generally be transparent to the public. However, regulators may choose not to require pre-trade transparency for certain types of market structures and orders. In these circumstances, they should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality”.

¹¹ *Ibid.*, p. 26.

¹² *Ibid.*, p. 27.

29. A partir da análise da prática adotada em algumas jurisdições, foram observadas algumas opções regulatórias, tais como: (i) garantir que ordens transparentes tenham prioridade de execução sobre ordens opacas a um mesmo preço e em um mesmo ambiente de negociação; (ii) exigir que ordens executadas em ambientes opacos (*dark pools*) ofereçam uma melhoria de preço para o investidor; (iii) limitar exceções à transparência pré-negociação; (iv) referenciar os preços de ordens em ambientes opacos aos das bolsas de valores; e (v) proteger contra *trade through* (operações a preços inferiores aos melhores disponíveis)¹³.

30. No âmbito da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), a maior preocupação com a internalização também está relacionada a seus impactos na qualidade do processo de formação de preços, equidade dos mercados e na existência de condições não-discriminatórias entre investidores¹⁴.

31. Com a internalização, há uma interferência no que seria a oferta e demanda real pelo ativo, em detrimento da transparência pré-negociação e, por consequência, do processo de formação de preços. Isso porque a internalização retira a liquidez e a informação sobre oferta, demanda e ativos negociados das entidades de mercado organizado, onde ocorre a formação de preços.

32. Em tal cenário, cria-se uma situação de assimetria e desequilíbrio em relação ao resto do mercado que beneficia o intermediário que executa a internalização – a decisão de fechar negócios se dá com base em informações detidas exclusivamente pela corretora, de modo que o intermediário passa a ter uma opção de execução que nenhum outro participante tem, possibilitando práticas como o represamento de ordens e falta de transparência para os usuários que, em tese, podem não ter ciência de que suas ordens serão executadas contra a própria corretora.

33. Para investidores de varejo, há risco de maior seleção adversa quando negociarem em ambientes de bolsa quanto maior for a quantidade de investidores migrando para estruturas de internalização, já que se torna mais elevada a probabilidade de que estejam negociando com uma contraparte mais bem informada.

34. Ainda, a depender do nível de opacidade permitido (o que abrange, além da possibilidade de internalização, também a negociação em ambientes não-transparentes), os investidores deixam de ter

¹³ *Ibid.*, p. 20-21.

¹⁴ OCDE. *OECD Business and Finance Outlook*, 2016, p. 120. Disponível em: <https://www.oecd.org/en/publications/2016/06/oecd-business-and-finance-outlook-2016_g1g68621.html#:~:text=This%20edition%20of%20the%20OECD%20Business%20and%20Finance%20Outlook%20focuses>.

acesso a parcela relevante da liquidez do ativo, em prejuízo à equidade. Assim, caso as informações relativas às negociações realizadas sob essa modalidade tenham seu acesso limitado aos intermediários que as executam (ou aos participantes de ambientes não-transparentes), haverá déficit informacional para parte do mercado, de modo que aqueles não contemplados com o acesso pleno às informações sairão prejudicados.

35. Claro está, portanto, que ausente a imposição de controles adicionais pelo regulador, a internalização pode resultar em menor acesso e disseminação de dados de mercado e levar à preterição das ofertas presentes no livro com possíveis impactos sobre preços e liquidez e proteção ao investidor.

36. No caso brasileiro, a Resolução CVM nº 135 prevê em seu art. 119, §1º, que, em um sistema centralizado e multilateral, isto é, em um ambiente em que todas as ordens relativas a um determinado valor mobiliário são transmitidas por meio de um mesmo canal, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, sendo dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação e ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM.

37. Em complemento, uma entidade administradora do mercado de bolsa deve assegurar de maneira permanente (i) a regular, adequada e eficiente formação de preços; (ii) a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e (iii) a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços¹⁵.

38. Existem atualmente no mercado brasileiro três exceções à transparência pré-negociação: os grandes lotes, os negócios diretos intencionais e a oferta RLP.

39. A negociação de grandes lotes de valores mobiliários foi regulamentada pela Resolução CVM nº 135, e configura hipótese em que se admite que ações negociadas em mercado de bolsa também sejam negociadas em mercado de balcão organizado, seja em segmentos específicos ou por meio da adoção de procedimentos específicos de negociação¹⁶. O entendimento da CVM em relação aos grandes lotes, ao criar regras próprias para esta modalidade de negociação, foi o de que potenciais impactos negativos sobre a liquidez dos ativos ou o processo de formação de preços poderiam ser

¹⁵ Art. 119, Resolução CVM nº 135.

¹⁶ Art. 95, Resolução CVM nº 135.

controlados a partir da determinação do conceito de grande lote, divulgado periodicamente pela Autarquia para os ativos elegíveis¹⁷. Trata-se da única exceção em que é possível que a negociação ocorra fora do mercado de bolsa, consistindo, portanto, em mecanismo importante para que a CVM avalie os impactos da realização de operações fora do livro central de ofertas.

40. Já a possibilidade de realização de negócios diretos intencionais é a que está prevista há mais tempo em norma, e ocorre quando um mesmo intermediário representa tanto o vendedor quanto o comprador de um determinado ativo. As ofertas diretas, embora não sejam dotadas de transparência pré-negociação, devem ser levadas posteriormente ao pregão e registradas no sistema de negociação da bolsa, tendo sido a verificação de distorções em seu uso a razão para o desenvolvimento de procedimento próprio para a internalização sistemática de ordens de varejo – o RLP.

41. Nesse contexto, o mecanismo de RLP, cujo período de testes teve início em agosto de 2019, com alcance limitado inicialmente aos minicontratos de índice e dólar, posteriormente expandido para abarcar um grupo restrito de ações, buscou regulamentar a atuação do intermediário como provedor de liquidez de uma parcela do fluxo de ofertas agressoras de seus clientes de varejo. Trata-se de hipótese de internalização também cursada em ambiente de bolsa, pois as ordens são levadas à B3 e por ela liquidadas, embora não contem com transparência pré-negociação para o mercado, tornando-se visíveis apenas após sua execução.

42. O mecanismo sujeita-se a observância de algumas salvaguardas, em linha com as orientações da IOSCO: (i) as operações devem ser cursadas exclusivamente através de sistema próprio da B3 (*PUMA Trading System*), o que permite assegurar a não preterição de ordens de clientes do intermediário, assim como aferir a sequência de ordens exclusivamente com base no relógio do sistema; (ii) em caso de *spread* igual ou superior a 2 *tick-sizes*, o preço da oferta RLP é sempre melhorado em ao menos 1 *tick-size*; (iii) a divulgação de informações ao mercado ocorre imediatamente após o fechamento dos negócios, assegurada a transparência pós-negociação; (iv) os usuários podem decidir se querem ter acesso ou não à ferramenta; (v) os negócios que tenham tido uma oferta RLP como contraparte devem ser sinalizados, o que facilita sua identificação pelo sistema de acompanhamento de mercado da CVM, além de possibilitar o monitoramento da execução pelo investidor; e (vi) há um limite de 15% do total de contratos negociados em um dado instrumento que podem ser efetuados via RLP, a fim de assegurar que não haja comprometimento do processo de formação de preços.

¹⁷ Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 73.

43. O estabelecimento de limite do volume de contratos passíveis de negociação via RLP é um instrumento de controle regulatório que busca garantir que ofertas que interajam de forma competitiva em um livro público permaneçam como a principal fonte de formação de preços, evitando o esvaziamento do livro e, por conseguinte, assegurando a eficiência do mercado.

44. Tal como ocorre com relação ao tema da internalização de ordens de maneira geral, não há consenso em relação a qual seria o percentual ótimo para o limite de negociações, estando tal patamar evidentemente sujeito às particularidades de cada mercado, embora seja certo que a partir de um determinado limiar a relação custo-benefício pode se inverter, em prejuízo à liquidez e ao processo de formação de preços¹⁸.

45. Quanto aos impactos do RLP para investidores, embora os resultados observados não tenham sido convergentes¹⁹, o Colegiado aprovou sua convolação em mecanismo definitivo com relação aos minicontratos de dólar e Ibovespa, tendo sido prorrogada a fase experimental em relação ao mercado acionário, mediante a observância de alguns aprimoramentos de cunho informacional e na supervisão²⁰. Aspectos ligados à supervisão das operações realizadas nessa modalidade, aliás, tem sido um dos pilares que vêm orientando a atuação da CVM em relação ao tema.

III. Impactos sobre a atividade de supervisão

III.1. Dever de melhor execução

46. O dever de melhor execução refere-se ao dever imposto aos intermediários de proceder à melhor forma de execução das ordens dadas por seus clientes. Trata-se de um mecanismo que confere efetividade ao dever fiduciário desses agentes de agir no melhor interesse de seus clientes, tendo

¹⁸ ASA. *Op. Cit.*, p. 52-53, 145.

¹⁹ Memorando nº 25/2020-CVM/SMI.

²⁰ Cf. Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. SMI, j. em 13.08.2024.

como finalidade precípua a proteção do investidor²¹. Colocada de forma sucinta, a melhor execução consiste em como um agente racional negociaria ativos de sua própria titularidade²².

47. Foi introduzido pela primeira vez na regulação brasileira em 2011, objeto da Instrução CVM nº 505/2011, tendo sido alterada somente mais de dez anos depois, com a edição da Resolução CVM nº 35/2021 ("Resolução CVM nº 35"), atualmente em vigor.

48. Para fins desta análise, importa retomar as discussões havidas nesse período, sobretudo no âmbito da atividade normativa da CVM, que debateram a conveniência de ajustes e aprimoramentos na regra de melhor execução no contexto da concorrência entre bolsas.

a) Desafios impostos por múltiplos ambientes de negociação

49. É consenso que a regra de melhor execução é um dos mais importantes pilares de um mercado no qual há concorrência entre diversos ambientes ou sistemas para a negociação de um mesmo valor mobiliário²³. Afinal, quanto maior o número de alternativas disponíveis para que determinada ordem seja executada, maior a relevância da imposição de que o intermediário busque as condições mais favoráveis possíveis para o investidor.

50. Entretanto, embora seja conceito de simples entendimento, a melhor execução requer, em sua adoção pela regulação, uma série de cuidados, dados os evidentes problemas da relação de agência presentes²⁴.

51. Ainda em 2011, em preparação a um cenário de concorrência no mercado de serviços de negociação e pós-negociação de valores mobiliários no Brasil, a CVM encomendou estudo para avaliar

²¹ Nesse sentido, veja-se, por exemplo: "The duty of best execution is firmly grounded in the common law principle of agency, from which the common law fiduciary duties of care and loyalty are derived. A broker-dealer's duty to seek the best execution of customer orders derives from the common law duty of agent loyalty, which obligates an agent to act exclusively in the principal's best interest. The agent also is under a duty to exercise reasonable care to obtain the most advantageous terms for the customer." MACEY, Jonathan R.; O'HARA, Maureen. *From Orders to Markets. Regulation*, vol. 28, nº 2, 2005, p. 62. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=774973>>.

²² Para uma visão clássica do instituto e dos aspectos econômicos que lhe conferem complexidade na prática, veja-se: GARBADE, Kenneth; SILBER, William. *Best Execution in Securities Markets: an Application of Signaling and Agency Theory. The Journal of Finance*, vol. 37, nº 2, 1982, p. 493. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2327354>>.

²³ A esse respeito: NODA, Margareth. *Op. Cit.*, p. 30; e CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 4ª edição. São Paulo: Almedina, 2018, p. 463. Desde a primeira vez em que o tema foi disciplinado em maior detalhe, a CVM expressamente declarou que a regra assume maior relevância em um cenário de múltiplos ambientes de negociação (cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2009, p. 5-6, que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 505/2011).

²⁴ GARBADE, Kenneth; SILBER, William. *Op. Cit.*, p. 493.

os aprimoramentos necessários à sua estrutura regulatória para assegurar o bom funcionamento do mercado²⁵.

52. Uma das recomendações sugeridas pelo estudo referia-se justamente ao aprimoramento do regime de melhor execução, sobretudo diante das complexidades que a fragmentação de liquidez e informações causada por múltiplos ambientes de negociação poderia ensejar para o cumprimento da regra, pelos intermediários, e para sua fiscalização, pelos investidores e entidades reguladoras e autorreguladoras.

53. Como constatado naquela oportunidade, quando os valores mobiliários são admitidos à negociação em apenas um ambiente, questões de “como, onde, quando e a que preço” os intermediários devem executar as ordens são resolvidas de maneira relativamente simples. Contudo, na hipótese de coexistência de diversos ambientes de negociação, as normas tendem a ser mais complexas e o ônus para assegurar o seu cumprimento torna-se, naturalmente, muito maior²⁶.

54. Entre os desafios identificados pelo estudo no que concerne à regra de melhor execução, pode-se citar:

- a. a conveniência e necessidade de impor ao intermediário a obrigação de se vincular a todos os ambientes de negociação existentes e dispor de ferramentas para o roteamento das ordens recebidas, aptas a obter as especificações que melhor atendam ao interesse do investidor;
- b. a dificuldade de consolidação de dados pré-negociação e pós-negociação, essencial para que os intermediários avaliem todas as condições de mercado e identifiquem as mais favoráveis à execução das ordens recebidas²⁷ e para que investidores e reguladores verifiquem o cumprimento do dever de melhor execução;

²⁵ Oxera Consulting Ltd. *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?*, 2012. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/custos-e-beneficios-para-mudar-a-estrutura-competitiva-do-mercado-para-servicos-de-negociacao-e-pos-negociacao-em-brasil-oxera-junho-2012/view>>.

²⁶ Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2013, p. 4, por meio do qual a CVM buscou colher manifestações do mercado a respeito do tema.

²⁷ Segundo o estudo da Oxera, o custo de acessar informações consolidadas “pode ser proibitivo para alguns participantes do mercado, especialmente investidores de varejo ou fundos menores” (Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2013, p. 7).

- c. o aumento dos custos incorridos pelo intermediário (e, ao final, repassados ao investidor) para identificar, entre todos os ambientes, as melhores condições disponíveis; e
- d. o aumento da complexidade da atividade de supervisão, inerente à dispersão das negociações em diversos ambientes²⁸.

55. No campo da supervisão, já naquele momento, a experiência internacional revelava a tendência de que, na presença de diversos ambientes de negociação, era inevitável, para manter a eficiência e integridade dos mercados, que o regulador tomasse para si a tarefa de harmonização e uniformização de regras que, na existência de uma única bolsa, eram definidas, inclusive em virtude do grau de detalhamento exigido, pela correspondente entidade administradora²⁹.

56. Ainda que o estudo não tenha sido imediatamente sucedido por alterações da regulação então vigente, foi possível constatar que o desenho do regime de melhor execução está intimamente ligado ao grau de fragmentação de liquidez e de dados do mercado. À medida em que a fragmentação aumenta, torna-se mais complexo e custoso dar cumprimento à execução das ordens de forma justa e eficiente e, como resultado, fiscalizar o cumprimento do dever de melhor execução pelos intermediários.

b) A adaptação da regra de melhor execução: regime vigente

57. Passados alguns anos, no final de 2019, a discussão foi reaberta no âmbito da audiência pública que antecedeu a edição da Resolução CVM nº 35³⁰. A norma teve como propósito aprimorar a regra de melhor execução para adequá-la a um cenário de concorrência entre ambientes de negociação.

58. Entre os temas debatidos, destaca-se a análise sobre a conveniência de se adotar regra similar à existente nos Estados Unidos, conhecida como *Order Protection Rule*. Esta regra obriga todos os ambientes de negociação (incluindo bolsas de valores, *Alternative Trading Systems*, entre outros) a manter políticas e procedimentos formais que impeçam negociações a preços piores que os melhores

²⁸ Como exposto pela CVM, a visão e a atuação dos reguladores e autorreguladores, por mais diligentes que sejam, também se tornam fragmentadas (*Ibid.*, p. 9).

²⁹ *Ibid.*, p. 9.

³⁰ Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 19-20.

preços de compra (*bid*) e de venda (*ask*) disponíveis nos dados visíveis de mercado (as chamadas cotações “protegidas”)³¹.

59. Na prática, o mercado de bolsa é o provedor das cotações protegidas que, por sua vez, limitam a execução de ordens em todos os ambientes de negociação e aplicam-se, inclusive, às operações internalizadas. Assim, a partir do roteamento das ordens em um sistema interconectado que congrega os ambientes de negociação, assegura-se sua execução no melhor preço disponível no mercado nacional, tomando como parâmetro as cotações em bolsa.

60. Como se vê, a dinâmica se assenta na obrigatoriedade de que o intermediário se vincule a todos os ambientes de negociação em que as ordens de seus clientes podem ser executadas. Com isso, procura-se mitigar os principais efeitos negativos da fragmentação de liquidez e dados, exigindo que um padrão de preço seja observado.

61. A proposta, porém, não foi levada adiante, sobretudo em vista dos altos custos que sua implementação demandaria dos participantes do mercado ao exigir que se vinculassem a todos os ambientes de negociação, sem que maiores benefícios para os investidores fossem gerados³².

62. Apesar disso, para lidar com as dificuldades e riscos advindos de múltiplos ambientes de negociação no que concerne ao dever de melhor execução, a regulação vigente adotou dois caminhos.

63. Em primeiro lugar, passou a exigir que o intermediário informe aos seus clientes todos os mercados organizados nos quais a ordem pode ser executada, assim como a quais desses mercados o intermediário tem acesso³³.

64. Em segundo lugar, para os intermediários que atuem em mercados organizados, a norma requer que sejam estabelecidas regras, procedimentos e controles internos que tratem dos fatores que determinam a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando estes não forem indicados pelo cliente³⁴.

65. Além disso, para os intermediários que atuam em mercados não organizados, a norma impõe um regime informacional específico, obrigando-os a disponibilizar em sua página na rede mundial de

³¹ Rule 611, *Regulation National Market System* 2005.

³² Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 229.

³³ Art. 21, III, Resolução CVM nº 35.

³⁴ Art. 21, §1º, X, Resolução CVM nº 35.

computadores, de forma pública e gratuita: (i) as regras, procedimentos e controles internos voltados ao cumprimento do dever de melhor execução; e (ii) informações sobre as negociações realizadas em mercados secundários nos últimos 18 meses (contendo, no mínimo, identificação do valor mobiliário, data da operação, natureza da operação (compra ou venda), quantidade, preço e volume)³⁵. Ainda, exige que sejam encaminhadas à CVM informações sobre tais negociações, no formato, meio e periodicidade determinados pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”)³⁶.

66. Constatase, assim, que a opção do regulador não foi pela imposição, aos intermediários, da obrigação de participar de todos os ambientes de negociação disponíveis, ou mesmo instituir parâmetro objetivo para balizar a execução de ordens realizadas em qualquer mercado (como há nos Estados Unidos), mas apenas conferir elementos para que os próprios investidores possam apurar se há outros mercados com condições que lhes sejam mais favoráveis.

67. Sob a perspectiva da complexidade que a existência de múltiplos ambientes de negociação poderia trazer para a execução de ordens e para a supervisão do dever de melhor execução, as preocupações do regulador à época em que as regras foram editadas parecem ter sido limitadas pela premissa de que, naquele momento, o cenário vislumbrado era o da concorrência entre bolsas, que apresentam características bastante distintas dos ambientes internalizados.

68. Assim, nada obstante essa circunstância impusesse desafios quanto ao cumprimento e à fiscalização do dever de melhor execução, a conclusão foi a de que, ainda que mais complexa, se estaria diante de uma tarefa viável.

69. No cenário em que se admite a existência de ambientes de negociação plenamente internalizados (*i.e.*, nos quais as ordens e operações realizadas em nenhum momento transitam por mercados organizados e, em especial, pelo de bolsa), no entanto, as dificuldades no cumprimento e na fiscalização da regra de melhor execução se multiplicam e acentuam.

c) Desafios impostos por ambientes internalizados

70. Ao se admitir a existência de ambientes plenamente internalizados, haverá o rompimento de um dos paradigmas sobre o qual se assentam a disciplina e a supervisão da maior parte das

³⁵ Art. 22-A, Resolução CVM nº 35.

³⁶ Art. 22-B, Resolução CVM nº 35. Até este momento, não há regras públicas editadas pela SMI sobre o tema.

negociações de valores mobiliários realizadas no Brasil, consistente na atividade desempenhada pela autorregulação.

71. Como se sabe, a atuação dos intermediários com relação a operações cursadas em mercados organizados, inclusive quanto aos deveres associados à obrigação de melhor execução, deve respeitar regras mínimas estabelecidas pelas correspondentes entidades administradoras, a quem cabe fiscalizar diretamente o cumprimento de tais regras³⁷.

72. Quando as operações são realizadas em plataformas operadas pelos próprios intermediários, portanto fora dos mercados organizados, as regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens são estabelecidas pelos intermediários, ficando à margem da autorregulação. Desse modo, toda e qualquer atividade de fiscalização da adequação e do cumprimento dos diferentes conjuntos de regras que venham a ser estabelecidos será desempenhada exclusivamente pela CVM.

73. Considerando a existência de 265 intermediários registrados na CVM nesta data³⁸, esse quadro invariavelmente acabará aumentando, de maneira substancial, o ônus inerente às atividades de supervisão do órgão regulador. Não apenas porque haverá múltiplos conjuntos de regras que podem ter conteúdo diverso, mas também porque a supervisão não contará com o apoio das entidades autorreguladoras.

74. Para ilustrar essa dificuldade, convém analisar alguns dos principais aspectos associados à regra de melhor execução que evidenciam o aumento do escopo e da complexidade das atividades de supervisão que pode advir da ampliação da admissibilidade de operações internalizadas. Esses aspectos revelam ainda que uma flexibilização nesse sentido também tende a aumentar o grau de complexidade para que os próprios intermediários deem cumprimento ao dever de melhor execução a que estão sujeitos.

Mecanismos de *opt-in* e *opt-out*

75. O primeiro deles diz respeito aos mecanismos de autorização, pelos clientes, mediante os quais, por meio de prévia e expressa declaração, manifestam sua concordância com a execução das

³⁷ Art. 36, Resolução CVM nº 35.

³⁸ Cf. Boletim Econômico referente ao 2º trimestre de 2024 divulgado pela CVM. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_102.pdf/view>. Para fins de clareza, esse número corresponde à soma das seguintes categorias de registro: “bancos múltiplos com carteira de investimento”, “bancos de investimento”, “corretoras” e “distribuidoras”.

ordens em ambiente internalizado e, igualmente, sua decisão de deixar de se valer dessa modalidade de execução.

76. Não existe na regulação em vigor imposição para que mecanismos como esses sejam obrigatoriamente adotados nas negociações em mercados regulamentados. Nada obstante, parece ser um requisito fundamental para a admissibilidade de qualquer modalidade de internalização, uma vez que é a única forma de assegurar que os investidores têm conhecimento (ou condições de ter conhecimento) sobre os riscos envolvidos nessas operações, além de condizente com as diretrizes estabelecidas pela IOSCO sobre o tema³⁹.

77. Essa foi, inclusive, a abordagem adotada pela CVM no âmbito da oferta RLP, cujo oferecimento é condicionado à obtenção da anuência expressa do cliente para a utilização de tal oferta (*opt-in*) e para sua descontinuação (*opt-out*)⁴⁰. Neste caso, inclusive, é a BSM que se encarrega da supervisão do cumprimento do procedimento, com base em informações que lhe são periodicamente encaminhadas pelos intermediários⁴¹.

78. Por outro lado, na medida em que as operações internalizadas não transitem por mercados organizados, não estarão sujeitas à supervisão pelo autorregulador, de modo que a existência dos mecanismos de autorização, bem como a verificação de sua adequação e de seu cumprimento, passarão a se inserir no escopo da fiscalização direta do órgão regulador.

79. A conclusão forçosa que se extrai desse quadro é que, mesmo na hipótese de serem estabelecidas regras uniformes a todos os ambientes internalizados, será inevitável o aumento do ônus de supervisão pela CVM.

80. A propósito, convém observar que a experiência obtida com as ofertas RLP revelou terem sido numerosos os problemas identificados nos mecanismos de *opt-in* e *opt-out*⁴², o que reforça que esta tarefa demandará esforços significativos por parte do regulador.

³⁹ IOSCO. *Op. Cit.*, 2011, p. 31: “Principle 5: Dark pools and transparent markets that offer dark orders should provide market participants with sufficient information so that they are able to understand the manner in which their orders are handled and executed”.

⁴⁰ Cf. item 4.3.4.1, Manual de Procedimentos Operacionais da B3, vigente a partir de 05/08/2024, e Norma de Supervisão editada pela BSM, CE-BSM-10/2022, de 09/05/2022.

⁴¹ Cf. Norma de Supervisão CE-BSM-10/2022.

⁴² De acordo com os resultados das auditorias realizadas pela BSM a partir de maio de 2023, foram identificados inúmeros problemas relacionados ao cumprimento desses procedimentos (cf. Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, p. 10).

Critérios para o *matching* de ordens

81. Apenas as bolsas de valores possuem a obrigação de instituir regras que assegurem um processo público e transparente de formação de preços para as operações cursadas em seus sistemas de negociação, inclusive por meio da adoção de regras específicas para o *matching* de ordens⁴³, além de rígidos padrões de transparência pré-negociação.

82. Os mercados não organizados, por outro lado, normalmente estão sujeitos apenas a regras de transparência pós-negociação e a procedimentos de negociação mais flexíveis, abrindo espaço para estruturas de mercado opacas, como os já referidos *dark pools*. Em uma definição genérica, o termo se aplica a toda e qualquer plataforma ou mecanismo que permita a execução de operações por meio do encontro de ofertas de compra e venda de valores mobiliários anônimas e invisíveis quanto ao preço e volume ofertados⁴⁴.

83. Embora presentes nos mercados de valores mobiliários desde os anos 1980, os *dark pools* seguem sendo objeto de discussões em razão de sua principal característica: a opacidade, que além dos evidentes desafios que gera para a supervisão, submete os investidores a um exercício de arbitragem entre os custos envolvidos na negociação em mercado centralizado *vis-à-vis* os riscos de execução e os custos em ambiente de *dark pools*⁴⁵.

84. Diante dessas circunstâncias, que podem vir a estar presentes nas operações internalizadas⁴⁶, é difícil assegurar que tais plataformas não aloquem as ofertas de maneira a priorizar um ou outro cliente, quando não a carteira proprietária do intermediário que as opera⁴⁷.

⁴³ Como o critério preço-tempo, segundo o qual a prioridade é sempre dada à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema de negociação (art. 119, §1º, Resolução CVM nº 135).

⁴⁴ HINTZ, Allison. Lost in the Dark: An Analysis of the SEC's Regulatory Response to Dark Pools. *DePaul Business and Commercial Law Journal*, vol. 13, 2015, p. 333. Disponível em: <<https://via.library.depaul.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1310&context=bclj>>.

⁴⁵ DECLERCK, Fany; LESOURRET, Laurence. "Dark Pools" et "Trading" Haute Fréquence: une Évolution Utile?. *Revue d'économie financière*, nº 120, 2015, p. 113-125. Disponível em: <<https://shs.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2015-4-page-113?lang=fr>>.

⁴⁶ Cabe observar que no regime brasileiro não é possível a colocação de ordens anônimas, devendo o comitente final ser identificado pelo intermediário nos termos do art. 23 da Resolução CVM nº 35.

⁴⁷ Cf., a esse respeito, Healthy Markets Association. *The Dark Side of the Pools: What Investors Should Learn from Regulators' Actions*, 2015. Disponível em: <<https://healthymarkets.org/wp-content/uploads/2018/01/DarkSideofthePoolsReport.pdf>>.

85. É ilustrativo, nesse sentido, o subtítulo cunhado pela SEC em pronunciamento público divulgado em 2015: “*bad things can happen in the dark*”⁴⁸. No relatório que ensejou o referido pronunciamento, são descritos alguns dos principais processos sancionadores iniciados pela SEC contra *dark pools*, em geral relacionados a irregularidades verificadas na execução de ordens de clientes⁴⁹.

86. Problemas similares foram diagnosticados recentemente em nosso mercado com a introdução de práticas que se assemelham à internalização de ordens. Foi o que ocorreu com o produto “*client facilitation*”, mecanismo que visava oferecer liquidez para clientes de varejo por meio da execução de ordens contra a carteira própria do intermediário.

87. Conforme apurado à época, o produto permitia que, em algumas situações, operações executadas contra a carteira proprietária do intermediário resultassem no não atendimento de ordens de clientes que já se encontravam registradas no livro central no mesmo nível de preço. Tais clientes, por sua vez, tinham suas ordens preteridas, em violação à regra de prioridade preço-tempo e do dever do intermediário de buscar a melhor execução⁵⁰.

88. Essa dinâmica permitia o sacrifício do dever de melhor execução, na medida em que a vontade declarada pelo cliente, qual seja, a de comprar ou vender certo valor mobiliário ao melhor preço de venda ou de compra, não era respeitada, não por um caso fortuito de latência na comunicação, mas porque o intermediário poderia, em tese, filtrar sua ordem e represá-la para maximizar seus ganhos sem risco.

89. Essas preocupações também foram reconhecidas pela CVM desde o início das discussões sobre as ofertas RLP. Segundo apontado pela SMI à época, “além do risco de preterição de clientes, o mecanismo de *client facilitation* foi concebido para funcionar no OMS (*order management system*) do intermediário, o que dificulta a sua supervisão e possibilita práticas como o represamento de ordens e falta de transparência para o cliente, que, via de regra, desconhece o fato de que suas ordens

⁴⁸ SEC. *Shedding Light on Dark Pools*, 2015. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/statement/shedding-light-on-dark-pools.html>>.

⁴⁹ Aliás, mais recentemente, em junho de 2022, o presidente da SEC demonstrou preocupação com a atual disciplina do dever de *best execution* no mercado norte-americano, destacando uma eventual necessidade de aprimoramento das regras existentes. Disponível em: <<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-remarks-piper-sandler-global-exchange-conference-060822>>.

⁵⁰ Em outras palavras, o algoritmo responsável pelo *matching* de ordens não verificava se havia clientes da própria corretora no livro de ofertas que pudessem ser preteridos em benefício da carteira própria. O tema foi objeto de Processo Administrativo Disciplinar perante a BSM, que formulou acusação contra o intermediário (cf. Processo Administrativo BSM nº 12/2016).

transmitidas por *home broker* podem estar sendo transformadas em ordens administradas para atender primordialmente a interesses do intermediário”⁵¹.

90. Após análises, esses riscos foram mitigados pelas regras e procedimentos instituídos pela B3 voltados a disciplinar as negociações envolvendo ofertas RLP. Nesse sentido, foi estabelecida a proibição expressa de que clientes do mesmo intermediário fossem preteridos pelas ofertas RLP⁵², evitando que pudessem ser prejudicados em função da discricionariedade do intermediário.

91. Além disso, a BSM se encarrega de conduzir, em bases periódicas, análise estatística do tempo de permanência da ordem no OMS de cada intermediário, a fim de garantir que não há represamento artificial⁵³.

92. A experiência mostra, portanto, que os riscos relacionados a essa modalidade de negociação, no que diz respeito à execução de ordens, não são de baixa probabilidade de materialização. Pelo contrário, são riscos efetivos, que se concretizaram quando mecanismos de internalização foram adotados (seja no Brasil, seja em outras jurisdições) e podem vir a se concretizar, trazendo impactos ainda mais significativos à integridade do mercado, com a expansão irrefletida dos ambientes internalizados.

93. Além de ser inquestionável a necessidade de supervisão eficiente para evitar, na medida do possível, a materialização desses problemas, a flexibilização de negociações cursadas em plataformas operadas exclusivamente pelos intermediários não escapa de uma revisão das regras em vigor que, sob determinados ângulos, podem se mostrar insuficientes para lidar com as questões antes apontadas.

⁵¹ Cf. Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, p. 2.

⁵² Cf. item 4.3.4 (f)(ii), Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3. Vale observar que, nos Estados Unidos, a FINRA estabeleceu regra similar (Regra nº 5320), segundo a qual, salvo em situações específicas, os intermediários (*broker-dealers*) ficam impedidos de executar uma ordem valendo-se de sua carteira própria, em detrimento de ordem registrada em seu sistema. De acordo com a regra, o intermediário que aceitar (direta ou por meio de roteamento) uma ordem e não a executar imediatamente, fica proibido de negociar o ativo correspondente na mesma direção do mercado em sua carteira própria a um preço capaz de satisfazer a ordem mencionada, a menos que execute a ordem do cliente imediatamente a um preço igual ou melhor e para o total da quantidade desejada. Disponível em: <<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5320>>.

⁵³ Cf. previsto no item 5.2.1 da Norma de Supervisão CE-BSM-10/2022, a BSM monitorará continuamente as ofertas RLP para identificar a prática de inflar artificialmente o volume total negociado dos produtos atendidos via ofertas RLP.

94. Nesse sentido, basta destacar que não há no Brasil, como ocorre nos Estados Unidos, qualquer parâmetro objetivo – naquele caso, o preço (instituído por meio da já referida *Order Protection Rule*) – para balizar a execução das ordens admitidas em mais de um ambiente de negociação.

95. As únicas restrições incidentes sobre as negociações em mercados não organizados referem-se à regra de priorização de ordens quando há ordens concorrentes, no sentido de priorizar as ordens mais antigas (que visa justamente evitar a preterição e o represamento de ordens, segundo a discricionariedade do intermediário) e aquelas emitidas por clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário⁵⁴.

96. Assim, nesses mercados não organizados, há ampla margem de discricionariedade na atuação dos intermediários no que concerne à execução de ordens.

97. Esta circunstância, somada ao fato de serem múltiplos os fatores nos quais o intermediário deve se pautar ao executar determinada ordem⁵⁵, cria campo fértil para que abusos sejam cometidos, na medida em que permite que sejam oferecidas inúmeras explicações plausíveis a justificar o porquê de determinada ordem ter sido internalizada contra a carteira própria do intermediário ao invés de remetida à negociação em bolsa, tornando complexa a tarefa de aferir se o dever de melhor execução foi cumprido.

98. Além disso, como exposto anteriormente, a regulação vigente exige apenas dos intermediários com atuação em mercados organizados o estabelecimento de regras, procedimentos e controles internos para disciplinar os fatores que determinam a escolha do mercado e do sistema de negociação para a execução da ordem, quando estes não forem indicados pelo cliente⁵⁶.

99. Em eventual flexibilização dos limites para a internalização de ordens, parece claro que essas regras precisariam ser revistas, a fim de estendê-las à atuação em mercados não organizados, com o objetivo de definir um conjunto mínimo de critérios para balizar a escolha do ambiente de negociação (se contra a carteira proprietária do intermediário ou em ambientes de bolsa) ou de garantias a serem

⁵⁴ Art. 21, §2º, Resolução CVM nº 35. Embora entidades administradoras de mercados organizados possam estabelecer procedimentos diversos, tais regras aplicam-se a intermediários atuando em qualquer mercado regulamentado, incluindo, portanto, mercados não organizados, como são os ambientes internalizados.

⁵⁵ Segundo a Resolução CVM nº 35, o intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem (art. 20, *caput*, Resolução CVM nº 35).

⁵⁶ Art. 21, §1º, X, Resolução CVM nº 35.

observadas nas ordens executadas em ambientes internalizados, sob pena de inviabilizar por completo qualquer supervisão sobre o tema, seja pelo regulador, seja pelos próprios investidores.

A dificuldade de comparação dos custos envolvidos

100. Segundo a Resolução CVM nº 35, ao dar cumprimento ao dever de melhor execução de ordens emitidas por investidores não qualificados, o intermediário deve levar em conta como fator preponderante o desembolso total pela operação, que corresponde à soma do preço do valor mobiliário e dos custos relacionados à execução, incluindo toda e qualquer despesa suportada pelo investidor⁵⁷.

101. Sendo assim, diante da escolha entre internalizar a ordem contra sua carteira proprietária ou remetê-la ao sistema de negociação da bolsa, o intermediário deverá avaliar qual dessas alternativas enseja o menor desembolso para o investidor, considerando todos os custos envolvidos.

102. Fiscalizar se essa avaliação será realizada de maneira satisfatória, no entanto, nem sempre será uma tarefa trivial.

103. Em estudo divulgado pela *Financial Conduct Authority* em 2014, que avaliou o dever de melhor execução no contexto de operações internalizadas, constatou-se que, ao decidir se a ordem deveria ser executada em suas próprias plataformas ou em bolsa, as corretoras estavam desconsiderando os custos decorrentes das comissões cobradas (incidentes sobre as operações internalizadas e não internalizadas) e considerando apenas os custos de pós-negociação (incidentes sobre as operações não internalizadas, cursadas em bolsa).

104. Desse modo, especialmente com relação aos clientes de varejo, para os quais o custo total da negociação, também naquela jurisdição, é fator determinante para a melhor execução, as negociações não internalizadas sempre acabavam sendo preteridas em função dos maiores custos envolvidos, gerando uma distorção.

⁵⁷ Art. 20, §1º, Resolução CVM nº 35.

105. Por essa razão, o estudo recomendou que as corretoras dispusessem de mecanismos hábeis a identificar esses custos de forma segregada, sem prejuízo de avaliá-los em conjunto para os fins de determinar o ambiente no qual as ordens devem ser executadas⁵⁸.

106. Isso revela a importância de que mecanismos como esses sejam avaliados e, conforme, o caso, incluídos como exigência para admitir a internalização de ordens pelos intermediários, sob pena de comprometer o dever de melhor execução das ordens emitidas por clientes de varejo.

107. Seja como for, mesmo que essa providência venha a ser adotada, é inegável que haverá um aumento significativo do ônus a ser suportado pelo regulador, que deverá monitorar diretamente o cumprimento da regra em relação às operações internalizadas.

Perda de confiabilidade do parâmetro “preço”

108. Um último tema refere-se à dificuldade de aferição do dever de melhor execução, derivada da perda de confiabilidade sobre o preço dos ativos, um dos parâmetros que orientam a melhor execução, que poderá acometer tanto reguladores e investidores, como os próprios intermediários.

109. A perda da confiança nesse parâmetro decorre da deterioração do processo de formação de preços em mercados de valores mobiliários com participação expressiva de ambientes internalizados. Este processo, como se sabe, depende da interação transparente e imediata entre as forças de oferta e demanda, de sorte que os mecanismos de transparência pós-negociação ou de derivação de preço presentes nos ambientes opacos não são suficientes para atender àquele propósito.

⁵⁸ De acordo com o estudo: “When executing retail client orders, firms are required to take into account their own commissions and costs in respect of each of the eligible execution venues when assessing which venues to use when executing client orders. This ensures that firms’ execution decisions are based on the total costs incurred by clients. However, when assessing whether best execution has been given in relation to individual transactions firms can exclude their own commissions and fees. This is why firms must be able to separate an assessment of external costs related to venue selection from their own internal commissions and fees. When internalising, firms cannot therefore claim that the explicit external costs saved by internalisation (and not passed back to clients) are internal costs which are not subject to the best execution regime”. O estudo ainda complementa, afirmando que “if a firm has included a regulated market and a systematic internaliser in its execution policy (or is itself a systematic internaliser) because both those venues enable the firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of its client orders, the firm will need to take into account not only the prices displayed by those two venues, but also any difference in fees or commission it charges the client for executing on one venue rather than the other (as well as any other explicit costs or relevant factors)”. Financial Conduct Authority. *Thematic Review TR14/13 - Best execution and payment for order flow*, 2014, p. 33. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr14-13.pdf>>.

110. Dessa forma quanto maior a parcela das transações realizadas em *dark pools*, mais grave se torna o problema. Como já observado em estudo sobre o assunto:

“Importantly, as more trading moves off-exchange, the public price may reflect less accurately the true supply and demand dynamics of a security, calling into question the concept of a “fair price”. In fact, this is a very critical issue – if the market evolves to the point where exchanges lose increasing amounts of market share to crossing networks, for example, then the displayed prices may not be sufficiently accurate to provide buyers and sellers with an accurate gauge of value.”⁵⁹

111. Embora não haja consenso sobre esse ponto, trata-se de hipótese corroborada em diversas análises, incluindo um importante estudo divulgado pelo *CFA Institute* em outubro de 2012, segundo o qual o aumento do uso de tais sistemas de negociação gera eficiências somente até certo ponto, a partir do qual passam a prejudicar a qualidade e o bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários⁶⁰.

112. Como resultado, as cotações dos mercados transparentes podem deixar de refletir o real preço dos ativos que, embora não seja determinante, é sem dúvida um dos principais elementos que balizam o dever de melhor execução.

113. A perda da confiabilidade nesse parâmetro, portanto, representa uma quebra de paradigma na sistemática da regra de melhor execução, podendo comprometer toda a sua estrutura e levar a situações que causem prejuízos aos investidores.

114. Daí porque é importante que qualquer flexibilização dos limites a negociações internalizadas leve em consideração esse potencial impacto.

115. Esses fatores evidenciam que a supervisão desses mercados está longe de ser tranquila. Mais que isso, sugerem que as regras vigentes podem não ser suficientes para lidar com os problemas derivados da expansão dos limites a negociações internalizadas e que novas salvaguardas precisarão ser avaliadas e, conforme o caso, adotadas, antes de qualquer flexibilização do regime vigente.

⁵⁹ BANKS, Erik. *Dark Pools: Off-exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading*. 2ª edição. Londres: Palgrave Macmillan, 2014, p. 3.

⁶⁰ CFA Institute. *Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality*, 2012. Disponível em: <<https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>>. No mesmo sentido: MIZUTA, Takanobu; KOSUGI, Shintaro; KUSUMOTO, Takuya; MATSUMOTO, Wataru; IZUMI, Kiyoshi. Effects of dark pools on financial markets’ efficiency and price discovery function: an investigation by multi-agent simulations. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, vol. 12, 2015. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s40844-015-0020-3>>.

III.2. Comprometimento dos dados sobre as operações realizadas

116. A regulação atual determina que as entidades administradoras de mercado organizado divulguem em sua página na rede mundial de computadores dados pós-negociação (como preço e volume dos valores mobiliários negociados) a respeito dos negócios fechados em seus ambientes.

117. A divulgação deve ser feita de forma contínua ao longo dos pregões diários⁶¹ e, no final de cada dia, devem ser divulgados, entre outros dados, o preço mínimo, máximo e médio de referência dos ativos negociados, o preço de fechamento, eventual oscilação, o número de negócios, a quantidade e o volume financeiro negociados⁶².

118. Em complemento, a fim de garantir a adequada conciliação dos dados entre os diversos mercados, a regulação determina que o conteúdo e o formato das informações previstas devem facilitar a consolidação da informação com dados semelhantes de outras entidades administradoras de mercado organizado⁶³.

119. Como se vê, o atual regime oferece uma visão bastante completa sobre os negócios cursados em mercados organizados. Essa dinâmica, deve-se ressaltar, abarca as negociações envolvendo ofertas RLP que, por transitarem pelo ambiente de bolsa, são igualmente refletidas nos dados pós-negociação coletados e divulgados pela B3, razão pela qual os dados sobre tais negócios também são visíveis.

120. Na hipótese de as operações serem realizadas em mercados não organizados, por outro lado, as exigências são menos rigorosas. A regulação determina que os intermediários mantenham em sua página na rede mundial de computadores as seguintes informações relativas aos negócios fechados nos últimos 18 meses: identificação do valor mobiliário; data da operação; natureza da operação (compra ou venda); quantidade; preço e volume⁶⁴. Adicionalmente, estabelece que os intermediários encaminhem à CVM as informações sobre tais negócios no formato, meio e periodicidade determinados pela SMI⁶⁵.

⁶¹ Art. 39, IV, Resolução CVM nº 135.

⁶² Art. 39, V, Resolução CVM nº 135.

⁶³ Art. 39, §1º, III, Resolução CVM nº 135.

⁶⁴ Art. 22-A, Resolução CVM nº 35.

⁶⁵ Art. 22-B, Resolução CVM nº 35.

121. Quanto à conciliação dos dados pós-negociação de operações cursadas em diferentes sistemas – mercados organizados e não organizados – a regulação não prevê um consolidador “oficial” dessas informações. A opção regulatória foi a de permitir que os próprios agentes de mercado concebessem soluções que pudessem satisfazer essa necessidade⁶⁶.

122. Até este momento, porém, não surgiram alternativas concretas nessa direção. De fato, o tema não é trivial. São inúmeros os desafios que se impõem à criação de mecanismos aptos a consolidar de forma completa e consistente os dados pós-negociação, que variam desde os altos custos envolvidos até questões operacionais ligadas à implementação como formatação, qualidade e velocidade dos dados disponibilizados.

123. Assim, caso operações plenamente internalizadas venham a ser admitidas no ordenamento doméstico sem que existam mecanismos hábeis para coletar e consolidar as informações sobre as operações realizadas, se estará diante de cenário no qual as informações a respeito dos negócios fechados permanecerão dispersas entre várias plataformas de negociação e não serão, necessariamente, uniformes e comparáveis.

124. Essa circunstância representa um risco relevante à integridade e à qualidade dos mercados de valores mobiliários, na medida em que o acesso a informações sobre as operações realizadas é um elemento fundamental para viabilizar a fiscalização desses mercados e, conforme o caso, a adoção de medidas e políticas regulatórias voltadas a assegurar que funcionem de forma ordenada, justa e eficiente.

125. Nesse sentido, em 2011, a IOSCO publicou o já referido relatório intitulado *Principles for Dark Liquidity*, por meio do qual, a partir das respostas recebidas de diversas jurisdições à sua consulta, elencou uma série de riscos e recomendações relacionados à utilização de *dark pools* e à admissibilidade de ordens opacas em ambiente de bolsa. Como resultado, estabeleceu como requisito essencial à fiscalização pelos reguladores o acesso a informações completas, consistentes e tempestivas sobre as operações realizadas. De acordo com o relatório:

“In order to understand the market structure issues posed by dark pools and to monitor trends in trading and trading behaviour for regulatory purposes, it is important that regulators have access to accurate, timely and detailed information regarding trades executed through dark pools, as well as dark orders traded on transparent markets. Important objectives include (1) seeking to ensure the ability of a regulator to monitor and detect trading activity across markets and products that may give rise to market integrity issues; and (2) seeking to ensure that the regulator possesses a sufficient level of detail

⁶⁶ Cf. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 11.

and aggregation of order and trading data across markets/products so that it can reliably identify the nature of the trading activity and market developments and properly monitor the development of dark pools and dark orders in their jurisdictions. Key information would include the price, symbol, volume, parties to the trade and the venue upon which the trade was executed. (...) Regulators may wish to use this information for a number of purposes, including assisting in tracing orders for market monitoring/surveillance purposes.” (grifou-se)⁶⁷

126. A ausência de informações completas e consistentes sobre as operações realizadas em diferentes plataformas pode comprometer a atividade de supervisão do regulador em diferentes níveis e com relação a diversos aspectos.

127. Para citar alguns desses aspectos nos quais o impacto sobre a supervisão pode trazer efeitos mais severos à credibilidade do mercado, referimo-nos, inicialmente, aos ilícitos de mercado (em especial, manipulação de preços, utilização de informação privilegiada e criação de condições artificiais).

128. A identificação das práticas vedadas pela Resolução CVM nº 62/2022⁶⁸ depende do conhecimento das condições em que as operações foram realizadas, tais como data, horário, número de negócios realizados, volume e preço negociado e, muitas vezes, das partes envolvidas.

129. O simples fato de esses dados estarem dispersos, com conteúdo e formato não necessariamente uniformes e comparáveis, torna invariavelmente mais complexa a tarefa de identificar potenciais ilícitos a serem coibidos. Caberá ao regulador o ônus de coletar e consolidar esses dados, compatibilizando-os para que seja possível extrair as informações necessárias.

130. Na ausência de um sistema eficiente para desempenhar essa função, não é irrazoável imaginar que ambientes de negociação plenamente internalizados, nos quais há menor transparência, sejam usados para a realização de operações irregulares.

131. Como se pode imaginar, a evidência sobre utilização de *dark pools* para manipulação de preços já foi objeto de estudos acadêmicos. Constatou-se, em um de tais estudos, que uma das estratégias empregadas com esse objetivo se refere à realização de negociações paralelas em que o investidor

⁶⁷ IOSCO, *Op. Cit.*, 2011, p. 29-30. A constatação resultou em um dos seis princípios regulatórios estabelecidos pela entidade a respeito do tema: “Principle 4: Regulators should have a reporting regime and/or means of accessing information regarding orders and trade information in venues that offer trading in dark pools or dark orders”.

⁶⁸ Que substituiu a Instrução CVM nº 08/1979, sem no entanto realizar alterações de conteúdo.

efetua, em bolsa, compras contínuas visando provocar a valorização do ativo para, na outra ponta, nos ambientes opacos, vender o mesmo ativo por preço mais elevado e, com isso, auferir ganhos⁶⁹.

132. A ausência de dados consolidados e consistentes também tende a prejudicar a avaliação do comportamento da cotação dos valores mobiliários negociados. Como se sabe, este é um elemento essencial à identificação de práticas como manipulação de preços e utilização de informação privilegiada.

133. Embora a constatação da efetiva distorção das cotações não seja requisito necessário à caracterização de manipulação de preços, é incontroverso que, na maior parte das vezes, é a concretização de uma oscilação artificial que atrai a atenção do regulador. Ou seja, o movimento atípico nos preços, geralmente, serve como importante alerta da ocorrência do ilícito.

134. De forma similar, na apuração da utilização de informação privilegiada em determinada negociação é fundamental que se possa conhecer o comportamento da cotação do ativo antes ou depois de uma negociação suspeita, na medida em que, nesses casos, as negociações são realizadas antecipando-se a um movimento de preço (compra-se ou vende-se o ativo sabendo que haverá valorização ou queda, respectivamente).

135. Sucede que, havendo preços distintos negociados em múltiplas plataformas, e na ausência da conciliação consistente dessas informações, não é possível afastar o risco de que a análise sobre a evolução da cotação de determinado ativo não seja precisa e completa o suficiente para viabilizar a identificação desses ilícitos.

136. Além disso, como se expôs anteriormente, um dos efeitos adversos da flexibilização dos limites das negociações internalizadas, cuja extensão ainda não foi determinada, é a deterioração no processo de formação de preços dos valores mobiliários, o que pode fazer com que as cotações não mais reflitam o valor intrínseco dos ativos.

137. Essa combinação de fatores, portanto, compromete a utilização do comportamento da cotação do ativo como um parâmetro confiável para amparar a fiscalização de ilícitos envolvendo operações com valores mobiliários.

138. Há, ainda, um segundo aspecto, igualmente relevante para a higidez dos mercados, que pode ter sua supervisão prejudicada em função dessas circunstâncias. Trata-se da exigência de que sejam

⁶⁹ KRATZ, Peter; SCHÖNEBORN, Torsten. Optimal Liquidation in Dark Pools. *SFB 649 Discussion Papers*, nº 2011-069, 2011, p. 2. Disponível em: <<https://hdl.handle.net/10419/56720>>.

divulgadas informações completas, precisas e tempestivas sobre os valores mobiliários negociados e seus emissores.

139. Como se sabe, em mercados eficientes, os preços dos ativos refletem as informações disponíveis aos agentes econômicos, de modo que, a cada nova informação não esperada, os preços tendem a convergir rapidamente para um novo patamar, próximo do que seria o valor real ou intrínseco do ativo⁷⁰.

140. Justamente por conta dessa dinâmica, a identificação de uma oscilação atípica na cotação dos ativos negociados é um dos principais meios de que se vale o regulador (e também entidades autorreguladoras) para monitorar o vazamento de dados que possam causar assimetria informacional relevante entre os investidores. No entanto, a eficiência de tal acompanhamento pressupõe o acesso uniforme às informações necessárias à tomada de decisão.

141. Assim, na medida em que a existência de cotações dispersas dificulta o monitoramento de oscilações atípicas e, ao mesmo tempo, as cotações não mais refletem, necessariamente, o real valor dos ativos, também a supervisão de eventuais assimetrias informacionais restará prejudicada.

142. Em função dos potenciais impactos que pode gerar, esse risco deve ser cuidadosamente examinado e sopesado. Afinal, a informação publicamente disponível sobre os valores mobiliários negociados e seus emissores é tema central para a regulação do mercado de capitais. A IOSCO, ao definir os objetivos e princípios que devem pautar a regulação de mercados de capitais, estabeleceu que “deve haver completa, precisa e tempestiva divulgação dos resultados financeiros, riscos e outras informações relevantes para a tomada de decisão dos investidores”⁷¹.

143. Tal preocupação se justifica plenamente, uma vez que nivela o conhecimento dos investidores a respeito dos valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados. Com efeito, boa parte dos ilícitos de mercado decorre de condutas omissivas ou comissivas que violam as regras que buscam assegurar esse objetivo fundamental da regulação, inclusive a vedação dos ilícitos de que se cuidou anteriormente.

144. Por essa razão, é fundamental que existam meios para que o regulador possa assegurar a divulgação de informação completa, precisa e tempestiva sobre os valores mobiliários negociados e

⁷⁰ REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10ª edição. Mason: CENGAGE Learning, 2012, p. 96-97.

⁷¹ IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, p. 6 (tradução livre). Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>>.

seus emissores. Como resultado, qualquer alteração das estruturas de mercado que possa comprometer esses meios deve ser refletida com cautela, sob pena de colocar em xeque um bem fundamental tutelado pela regulação: a credibilidade do mercado de capitais.

III.3. Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos

145. Como observado no Edital, um dos tópicos relevantes não abordados no Relatório consiste na cobertura de operações internalizadas por mecanismos de ressarcimento de prejuízos a investidores, sobretudo de varejo, com ênfase na experiência internacional.

a) Conceito e características

146. A Resolução CVM nº 135 prevê a obrigatoriedade de cada entidade administradora de mercado organizado de bolsa manter mecanismo próprio para assegurar o ressarcimento dos investidores por prejuízos decorrentes da ação ou omissão de seus participantes em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou ao serviço de custódia (os chamados mecanismos de ressarcimento de prejuízos ou, simplesmente, MRPs)⁷².

147. O propósito desse instrumento é diminuir os riscos decorrentes da atuação dos intermediários e aumentar a segurança de se investir em valores mobiliários, atraindo assim novos investidores e incentivando negociações, com vistas a expansão do mercado de capitais.

148. A regulação estabelece as regras gerais aplicáveis aos MRPs, que disciplinam, por exemplo, seu formato e sua administração. Nesse sentido, conforme extrai-se da Resolução CVM nº 135: (i) não há

⁷² De acordo com o art. 124, §§1º e 2º, Resolução CVM nº 135, “§ 1º O mecanismo de que trata o *caput* deve assegurar o ressarcimento de prejuízos, no mínimo, nas seguintes hipóteses:

I – inexecução ou infiel execução de ordens;

II – uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários;

III – entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;

IV – inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;

V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, exceto em caso de prévia declaração expressa do cliente quanto à ciência da ausência, desatualização ou inadequação de perfil; e

VI – encerramento das atividades.

§ 2º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos também deve assegurar aos investidores o ressarcimento dos recursos depositados em conta corrente no participante relativos a operações em mercado organizado de bolsa em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil, e nas demais hipóteses de liquidação previstas em lei, observado o valor de ressarcimento previsto no regulamento de que trata o § 1º do art. 126.”.

exigência de que o MRP seja um fundo com recursos em dinheiro, admitindo-se, por exemplo, a contratação de seguro; e (ii) o MRP pode ser mantido pela entidade administradora de bolsa ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim. Ainda sobre tal mecanismo, cabe pontuar que, de acordo com a regulação, em um cenário de atuação do intermediário em mais de uma bolsa, o pedido de ressarcimento deverá ser dirigido à entidade administradora da bolsa em que tenha ocorrido a operação que deu causa à reclamação⁷³.

149. Em relação ao procedimento a ser observado em solicitações de ressarcimento, a Resolução CVM nº 135 elenca as hipóteses em que a CVM poderá ser instada a se manifestar. São elas: (i) em caso de conflito entre entidades administradoras de mercado organizado de bolsa quanto à responsabilidade pelo ressarcimento, cabendo à Autarquia definir o responsável⁷⁴; e (ii) no julgamento de recurso proposto por investidor em face de decisão que tiver negado o ressarcimento⁷⁵.

150. Adicionalmente às regras gerais estabelecidas pela Resolução CVM nº 135, cabe à entidade administradora de bolsa, por meio de ato normativo próprio, regular em detalhe o funcionamento de seu MRP⁷⁶, o que acaba lhe atribuindo competência residual relevante com relação a esse tema.

151. Atualmente, a B3 mantém o MRP aplicável para operações cursadas em seu ambiente, cabendo à BSM Supervisão de Mercados ("BSM") sua manutenção⁷⁷. O mecanismo é disciplinado por regulamento próprio, que estabelece, além de regras relativas ao seu funcionamento, todo o procedimento necessário para que o investidor pleiteie o ressarcimento de seu prejuízo.

152. O ressarcimento não é automático, mas o procedimento é simplificado e independe de qualquer medida judicial ou extrajudicial⁷⁸. O investidor deve apresentar à BSM reclamação que indique o intermediário que teria causado o prejuízo alegado e a descrição de sua conduta e das ordens e operações relacionadas, acompanhada da documentação comprobatória⁷⁹. A partir disso, será então instaurado processo administrativo sigiloso e o pedido de ressarcimento será julgado,

⁷³ Art. 128, §1º, Resolução CVM nº 135.

⁷⁴ Art. 131, Resolução CVM nº 135.

⁷⁵ Art. 132, Resolução CVM nº 135.

⁷⁶ Art. 126, Resolução CVM nº 135.

⁷⁷ Art. 45, Estatuto Social da BSM.

⁷⁸ Art. 4º, Regulamento do MRP.

⁷⁹ Art. 6º, Regulamento do MRP.

sempre respeitado o contraditório⁸⁰. Uma vez julgado favorável o pleito de ressarcimento, o MRP realizará o pagamento ao investidor⁸¹ e o intermediário responsável pelo prejuízo deverá recompor o valor despendido ao MRP⁸².

153. De acordo com as normas expedidas pela BSM, o valor máximo de ressarcimento de prejuízo por solicitante, em cada ocorrência, é de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais)⁸³. Caso os prejuízos sofridos representem montante superior ao teto do MRP, o investidor poderá recorrer a outras vias indenizatórias contra os intermediários visando ao seu ressarcimento integral.

b) Funções

154. Expostos o conceito e as principais características do MRP, importa analisar o papel do mecanismo como elemento estruturante do funcionamento dos mercados de bolsa, em especial em virtude da segurança que oferece aos investidores.

155. Trata-se afinal de opção inquestionavelmente mais vantajosa quando comparada a medidas reparatórias convencionais, como o pleito indenizatório pela via judicial ou arbitral, que pressupõe uma série de requisitos formais e sujeita as partes a custos muito mais elevados.

156. No MRP, o investidor não precisa despender qualquer recurso para apresentar sua reclamação, sendo inclusive dispensável sua representação por advogado. Além disso, em razão de seu procedimento simplificado, a tramitação de um processo de ressarcimento via MRP é em geral mais ágil do que de um processo judicial ou arbitral⁸⁴.

157. Tais vantagens são particularmente importantes para investidores de varejo, que normalmente dispõem de recursos limitados para se valer de mecanismos indenizatórios tradicionais.

158. Ao mitigar o risco de concretização de prejuízos aos investidores, o mecanismo, em última análise, contribui para estimular o investimento no mercado de capitais, na medida em que contribui

⁸⁰ Arts. 7º e 12, Regulamento do MRP.

⁸¹ Art. 38, Regulamento do MRP.

⁸² Art. 39, Regulamento do MRP.

⁸³ Art. 5º, Regulamento do MRP; e art. 10 da Resolução nº 01/2023 do Conselho de Autorregulação da BSM.

⁸⁴ A tramitação do processo de ressarcimento não excederá 100 (cem) dias úteis, contados do pedido de ressarcimento até a decisão sobre sua procedência (Art. 126, § 1º, III, Resolução CVM nº 135).

para a percepção, pelo mercado, de segurança das operações sujeitas a ressarcimento pelo MRP. Mas esta não é sua única finalidade.

159. O MRP cumpre papel importante também com relação aos intermediários, na medida em que serve de instrumento de controle sobre as condutas irregulares praticadas por tais agentes, não apenas pelas repercussões reputacionais que reiteradas condenações podem gerar, mas também em virtude da exigência para que recomponham aos fundos do MRP os valores ressarcidos aos investidores⁸⁵.

160. Ainda, do ponto de vista de estratégia regulatória, as reclamações trazidas ao MRP constituem subsídio importante para monitorar os padrões de conduta dos intermediários e de eventuais falhas de controle com propensão para causar prejuízos a investidores. Ademais, a existência de mecanismo de ressarcimento sob a coordenação direta das entidades administradoras de mercado é eficiente sob a perspectiva de redução de custos, além de permitir melhor aproveitamento de recursos, uma vez que reduz o escopo de atuação do regulador.

161. Em síntese, portanto, a existência de instrumentos como os MRPs revela-se fundamental para o funcionamento eficiente do mercado, não apenas sob a ótica individual dos investidores, mas também com relação ao funcionamento ordenado do sistema como um todo.

c) Cenário internacional

162. A existência de mecanismos de ressarcimento de prejuízos não é exclusividade do mercado brasileiro. Pelo contrário, instrumentos análogos ao MRP, que visam a proteção do investidor frente a prejuízos causados por intermediários são identificados em outros mercados, como aqueles analisados pelo Edital.

163. Na União Europeia, a Diretiva 97/9/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia prevê que os Estados-membros devem estabelecer ao menos um sistema de indenização de investidores que assegure um nível mínimo de proteção, caso um intermediário deixe de honrar os compromissos assumidos com clientes-investidores por razões relacionadas a sua situação financeira⁸⁶. Tais sistemas de indenização devem abranger todas as empresas de investimentos autorizadas a funcionar com base na Diretiva 93/22/CEE do Conselho da União Europeia⁸⁷, as quais

⁸⁵ Art. 39, Regulamento do MRP.

⁸⁶ Considerandos nºs 4 e 8; e art. 2º, (1), Diretiva 97/9/CE.

⁸⁷ Art. 2º (1), Diretiva 97/9/CE.

devem contribuir para a formação de seu patrimônio. O teto de ressarcimento deve ser de, no mínimo, €20.000,00 (vinte mil euros)⁸⁸.

164. Os Estados-membros da União Europeia podem determinar que certas categorias de investidores, como profissionais e institucionais, sejam excluídas da cobertura do sistema ou que lhes seja atribuído um nível de cobertura inferior⁸⁹. Ademais, em determinadas situações, uma empresa de investimentos pode ser excluída do referido sistema de indenização. Nessa hipótese, ela só poderá continuar a prestar serviços, desde que comprove a implementação de sistema de indenização alternativo com cobertura equivalente⁹⁰.

165. Já no modelo americano, todas as corretoras registradas nos termos do *Securities Exchange Act* são membros do *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC)⁹¹. Trata-se de entidade não governamental, com patrimônio formado por contribuições de seus membros, que tem como objetivo recuperar valores de clientes de corretoras em dificuldades financeiras ou falidas. No SIPC, é estabelecido um teto máximo de ressarcimento de US\$ 500.000,00 (quinhentos mil dólares) em valores mobiliários e dinheiro, limitado a US\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil dólares) em caso de ressarcimento apenas em dinheiro⁹².

166. No Canadá, o *Canadian Investor Protection Fund* (CIPF) assegura ressarcimento para os clientes-investidores de intermediários que integrem a *Canadian Investment Regulatory Organization* (CIRO), única autorreguladora do mercado de capitais canadense. A CIRO congrega os intermediários que atuam em diferentes ambientes, tanto nos regulamentados de bolsa quanto em plataformas alternativas de negociação⁹³. Assim como no modelo americano, são indenizáveis as perdas financeiras decorrentes da insolvência de intermediários⁹⁴, mas com limite máximo de cobertura mais elevado, no montante de CAD\$ 1.000.000,00 (um milhão de dólares canadenses)⁹⁵.

⁸⁸ Art. 4º (1), Diretiva 97/9/CE.

⁸⁹ Art. 4º (2), Diretiva 97/9/CE.

⁹⁰ Art. 5º (3), Diretiva 97/9/CE.

⁹¹ § 78ccc(a)(2)(A), *Securities Investor Protection Act*.

⁹² § 78fff-3(a) e § 78fff-3(d), *Securities Investor Protection Act*.

⁹³ “Canadian Investment Regulatory Organization (CIRO) is the national self-regulatory organization that oversees all investment dealers, mutual fund dealers and trading activity on Canada’s debt and equity marketplaces”. Disponível em: <<https://www.ciro.ca/about-ciro>>.

⁹⁴ Item “D”, nº 1, *Coverage Policy* do CIPF.

⁹⁵ Item “F”, nº 1, *Coverage Policy* do CIPF.

167. O modelo australiano, por sua vez, difere dos demais por contar não com um único mecanismo de ressarcimento de prejuízos, mas sim com uma pluralidade de mecanismos indenizatórios em relação aos quais os participantes do mercado podem se vincular.

168. Nesse sentido, há o *National Guarantee Fund*, administrado pela *Securities Exchanges Guarantee Corporation Limited* (SEGG)⁹⁶, que garante a compensação e proteção ao investidor em relação às transações cursadas nos ambientes dos membros da SEGG⁹⁷. Já os demais participantes de mercados regulamentados autorizados a prestar serviços financeiros a investidores de varejo devem dispor de mecanismos de ressarcimento próprios⁹⁸. Nesse caso, os recursos para compensação dos danos sofridos pelos investidores em razão de atos praticados pelos participantes podem advir de diferentes fontes, como fundos, seguros, letras de crédito, dentre outros⁹⁹.

169. Como se observa, além do Brasil, outros mercados desenvolvidos contam com mecanismos de ressarcimento de prejuízos para hipóteses diversas. Ainda que a semelhança entre o modelo brasileiro e os exemplos estrangeiros não seja absoluta, fato é que todos possuem ferramentas para proteger os investidores de perdas decorrentes de falhas na atuação dos participantes. Cabe notar que não há discriminação quanto ao alcance dos mecanismos em razão do ambiente em que os valores mobiliários foram negociados, de modo que tanto as operações realizadas em ambiente de bolsa como aquelas cursadas em ambientes alternativos de negociação, assim como os negócios internalizados, são cobertas por mecanismos de ressarcimento.

d) Operações internalizadas

170. Como exposto, de acordo com a regulação brasileira, a existência de mecanismos de ressarcimento de prejuízos a investidores é mandatória apenas com relação às operações cursadas em bolsa. Assim, considerando-se que as operações internalizadas seriam plenamente cursadas em sistemas alheios a esse ambiente, pode-se afirmar que não estariam cobertas pelo mecanismo hoje existente no mercado de capitais brasileiro (a saber, o MRP constituído pela B3 e administrado pela BSM).

⁹⁶ A relação dos membros da SEGC consta de seu website. São eles: a ASX e a Cboe, duas das maiores de bolsas de valores da Austrália. Disponível em: <<https://www.segc.com.au>>.

⁹⁷ Part. 7.5, Division 4, Subdivision C, Corporations Act 2001.

⁹⁸ Sections 881A e 912B, Corporations Act 2001.

⁹⁹ Section 885H, Corporations Act 2001.

171. De todo modo, tendo em vista o importante papel desempenhado pelo MRP na asseguuração do bom funcionamento do mercado de bolsa, as consequências da ausência de mecanismo similar incidente sobre as operações internalizadas, que podem alcançar parcela expressiva de investidores de varejo, não devem ser ignoradas. Ao mesmo tempo, a cobertura dessas operações por mecanismo indenizatório não é trivial. Surgem, portanto, indagações quanto ao modelo de regulação mais adequado com vistas a promover a maior eficiência do mercado e da supervisão pela CVM.

e) Alternativas

Ausência de MRPs

172. Um primeiro cenário a ser explorado seria o da possibilidade de ausência de cobertura pelo MRP nas operações internalizadas. Para que não haja dúvidas, o objetivo de se considerar essa possibilidade é apenas, por contraste, ressaltar a importância do MRP ou de instrumento semelhante, qualquer que seja a opção regulatória a ser adotada pela CVM.

173. A primeira advertência que se deve fazer, ao considerar a hipótese, é que as operações internalizadas têm o potencial de atingir parcela expressiva de investidores de varejo¹⁰⁰. Via de regra, trata-se de público dotado de menor acesso a mecanismos de tutela privada, o que torna sua proteção um tema de especial sensibilidade para o regulador.

174. Outro fator que deve ser considerado nessa hipótese é a possível tendência de redução da diligência adotada pelos intermediários que, diante de consequências menos severas para os casos de ressarcimento, podem não adotar controles e políticas adequadas, assim evitando os custos associados. Ao mesmo tempo, o próprio trabalho de supervisão da CVM poderia sofrer incremento relevante, caso a incidência de hipóteses não mais cobertas por MRP viesse a aumentar, o que provocaria aumento do risco sistêmico a que estão submetidos todos os participantes do mercado de valores mobiliários.

175. Nesse cenário de simples ausência de MRP, portanto, seria necessária a adoção de medida que viesse a garantir certa proteção aos investidores, em especial os de varejo. Uma medida voltada a esse propósito seria exigir a assinatura de termo de ciência sobre a ausência de cobertura pelo MRP das operações internalizadas quando da autorização ao intermediário para realização desse tipo de operação. Disciplina similar é adotada no âmbito do RLP, em que o investidor de varejo deve ser

¹⁰⁰ É o que ocorre no mercado de capitais norte-americano, por exemplo, em que parte significativa das ordens de investidores de varejo é internalizada. SEC. *Proposed Order Competition Rule*, 2022, p. 180-181. Disponível em: <<https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf>>.

informado sobre as características de seu funcionamento, inclusive suas particularidades, e conceder autorização expressa para que o intermediário possa operar com ofertas RLP¹⁰¹.

176. A legislação da União Europeia revela especial preocupação com a questão informacional. Nesse sentido, a Diretiva 97/9/CE determina que as empresas de investimento tomem medidas adequadas para fornecer aos seus investidores informações que lhe permitam conhecer o sistema de indenização ou mecanismo alternativo¹⁰². Nesse mesmo sentido, a Diretiva 93/22/CEE menciona que a informação dos investidores sobre regras de indenização constitui elemento essencial de sua proteção¹⁰³.

MRPs múltiplos

177. Uma segunda hipótese que pode vir a ser considerada consiste na constituição e manutenção, por cada intermediário que realize operações internalizadas, de seu próprio MRP.

178. No entanto, isso implicaria não somente em uma pluralidade de MRPs, mas também em uma multiplicidade de regras e procedimentos, haja vista que caberia a cada intermediário disciplinar o seu funcionamento, o que, no limite, poderia resultar na instituição de dezenas de mecanismos de ressarcimento com regulamentos próprios¹⁰⁴.

179. Esse cenário importaria, conseqüentemente, em um maior dispêndio de recursos e tempo por parte da CVM. Isso considerando-se ser mantida a sistemática atual, em que caberia à Autarquia julgar o recurso, em caso de rejeição do pedido de ressarcimento. Logo, a CVM precisaria julgar recursos feitos nos mais diversos mecanismos, com diferentes formas de funcionamento e sem uniformidade nas decisões, o que importaria em entraves não somente ao seu trabalho de supervisão, mas também de uniformização de precedentes sobre pedidos de ressarcimento.

180. Além disso, conforme observado por estudo que teve como objeto a regulação australiana, onde há uma multiplicidade de mecanismos indenizatórios, o entendimento, pelo investidor de varejo, do funcionamento de diversos regimes distintos entre si é um desafio, e tende a resultar no uso ineficiente de seus mecanismos. Tal estrutura possibilita ainda o surgimento de desigualdades na admissibilidade de ressarcimentos, em razão da aplicação de diferentes critérios de elegibilidade e

¹⁰¹ Item 2.1.1., Norma de Supervisão CE-BSM-10/2022.

¹⁰² Art. 10º, (1), Diretiva 97/9/CE.

¹⁰³ Considerando nº 20, Diretiva 93/22/CEE.

¹⁰⁴ Como mencionado, atualmente estão registrados na CVM 265 intermediários.

recuperação em diferentes mecanismos¹⁰⁵, sobrecarregando o regulador, a quem caberá dirimir as controvérsias.

181. Na estrutura de múltiplos MRPs, uma questão que também pode oferecer desafios adicionais refere-se à dificuldade de se instituir um órgão independente em relação a cada intermediário para apreciar os pedidos de ressarcimento de seus clientes. Isso teria impacto para além da relação cliente-intermediário. Como mencionado anteriormente, as decisões proferidas no âmbito dos pedidos de ressarcimento dão importante indicativo aos participantes do mercado sobre a atuação deles esperada.

182. As normas aplicáveis ao MRP constituído pela B3, por exemplo, tratam em detalhe do procedimento voltado à apreciação dos pedidos de ressarcimento, assim como de seus responsáveis, dos quais se exige o cumprimento de certos requisitos de independência.

183. Nesse sentido, de acordo com o procedimento instituído, as reclamações são julgadas, em primeira instância, pelo Diretor de Autorregulação da BSM e, em grau de recurso, pelo Pleno do Conselho de Autorregulação da BSM ou pela CVM¹⁰⁶. O Diretor de Autorregulação, por sua vez, é eleito somente pelos membros independentes do Conselho de Administração da B3¹⁰⁷ e não deve apresentar vínculos com a B3, partes a ela relacionadas, seus administradores, participantes e sócios detentores de 5% ou mais do capital votante¹⁰⁸. Já o Conselho de Autorregulação é composto por 2/3 de membros independentes¹⁰⁹.

184. Tais elementos evidenciam que, ainda que a constituição e manutenção de um MRP por cada intermediário seja uma alternativa, trata-se de alternativa de difícil implementação e execução, com diversos pontos de atenção.

MRP único

185. Outro possível modelo de regulação seria o de um MRP único, destinado a cobrir perdas decorrentes exclusivamente de operações internalizadas alheias ao ambiente de bolsa, aplicável

¹⁰⁵ Companies and Securities Advisory Committee. *Retail Client Compensation in Financial Markets*, 2001, p. 4. Disponível em: <https://takeovers.gov.au/sites/takeovers.gov.au/files/2021-04/financial_markets_consultation_paper_sep_2001.pdf>.

¹⁰⁶ Arts. 21 e 24, Regulamento do MRP.

¹⁰⁷ Art. 30, Estatuto Social da BSM.

¹⁰⁸ Art. 31, Estatuto Social da BSM.

¹⁰⁹ Art. 35, Estatuto Social da BSM.

indistintamente a todas as plataformas operadas pelos intermediários. Essa opção permitiria a uniformização de regras e procedimentos aplicados nas análises de pedidos de ressarcimento e redução do custo de observância, promovendo maior eficiência regulatória.

186. Contudo, é importante notar algumas dificuldades que adviriam de sua implementação. A mais clara delas seria a instituição de entidade capaz de administrar tal mecanismo, que dispusesse das condições operacionais e técnicas necessárias ao desempenho dessa função.

187. As diferenças existentes entre os intermediários, com atuações em mercados com características diversas, poderiam ainda trazer desequilíbrios no dimensionamento do risco a ser segurado e na contribuição de cada um para a formação do fundo, além de desalinhamentos e disputas entre esses participantes na definição da composição e características do mecanismo.

188. Ademais, assim como se observa em relação à alternativa de múltiplos MRPs, também haveria certa dificuldade em se estabelecer um órgão independente em relação aos intermediários nesse modelo regulatório, com a necessidade de adoção de procedimentos que garantissem a independência dos responsáveis por avaliar as reclamações apresentadas pelos investidores.

Acesso ao MRP de entidades administradoras de bolsa

189. Outra possibilidade a se considerar seria o acesso, pelos intermediários que realizam operações internalizadas, ao MRP instituído pelas entidades administradoras de mercado organizado de bolsa em que estão listados os valores mobiliários com que negociam, por meio do pagamento de uma taxa de acesso a ser livremente pactuada entre as partes.

190. Tal como observado em relação ao MRP único, um desafio a ser enfrentado nesse modelo seria congrega, em um único mecanismo, intermediários com atuações distintas, submetidos a diferentes riscos, o que torna mais complexo o trabalho de dimensionamento de riscos e definição das contribuições de cada participante. Contudo, vale notar que alguns mercados contam com mecanismo de ressarcimento único, como os Estados Unidos e o Canadá. Assim, ainda que a estruturação de tal alternativa regulatória represente um desafio a ser enfrentado, não indica um impedimento absoluto, cabendo às partes envolvidas estabelecer os termos que viabilizem essa solução.

f) Síntese

191. Diante do exposto, é nítida a relevância de mecanismos de ressarcimento de prejuízos para os investidores, em especial os de varejo, quando da ocorrência de falhas na prestação dos serviços por intermediários. Ao trazer maior segurança para os ambientes de negociação e proteção aos

investidores, o MRP contribui para a manutenção da integridade dos mercados. Além disso, constitui importante instrumento de regulação, ao punir práticas impróprias, sinalizando aos intermediários o que deles se espera, e permitir ao regulador, a partir das ocorrências observadas, estabelecer prioridades de supervisão.

192. Em acréscimo, sua vinculação às entidades administradoras de mercado organizado concentra esforços em poucos participantes (atualmente apenas um), possibilitando ao regulador, por sua vez, realizar um acompanhamento mais próximo do funcionamento do mecanismo e limitar sua atuação a hipóteses específicas.

193. Partindo-se do pressuposto de que, mesmo em um cenário de internalização de ordens fora de ambiente de bolsa, o acesso a mecanismos de ressarcimento deverá ser assegurado, é imperativo analisar com cautela as possíveis alternativas, a fim de não comprometer, de um lado, o nível de proteção atualmente assegurado a investidores e, de outro, a eficiência da supervisão realizada pela CVM.

IV. Conclusões

194. Como exposto em detalhe no Relatório, o debate a respeito dos méritos e riscos relacionados à internalização de ordens persiste, na medida em que os achados dos estudos realizados em diversos mercados continuam sinalizando em direções não convergentes, não havendo consenso sobre se e de que forma operações internalizadas deveriam ser admitidas sem prejuízo ao funcionamento ordenado e eficiente dos mercados.

195. O que resulta disso é que o assunto deve ser encarado com redobrada cautela, em virtude dos potenciais impactos que a flexibilização da prática pode trazer – tanto mais em um mercado como o brasileiro, em que a adesão de investidores de varejo é fenômeno ainda recente, e o nível médio de educação financeira ainda sugere um olhar bastante atento pela autoridade reguladora.

196. No que concerne as repercussões para as atividades de supervisão dos mercados regulamentados, objeto desta Nota Técnica, constata-se que são graves as consequências que podem advir da adoção direta e irrestrita da internalização de ordens.

197. Um efeito de ordem geral, mas com implicações diversas, reside na ampliação do escopo das atividades de supervisão do órgão regulador, na medida em que as operações internalizadas, ao menos nos termos da regulação vigente, não estão sujeitas à atuação das entidades administradoras de mercado organizado, assim como de entidades autorreguladoras. Por isso é que, diante desse

arcabouço, caberá ao regulador fiscalizá-las diretamente, deixando de contar com o auxílio de importantes *gatekeepers* para o monitoramento das operações realizadas e a identificação de potenciais irregularidades.

198. Em termos mais específicos, pode-se afirmar que há o risco de que a capacidade de supervisão do dever de melhor execução de ordens, um dos pilares para o bom funcionamento de mercados nos quais há concorrência entre diversos ambientes de negociação, seja comprometida. Não apenas pela complexidade inerente à fiscalização de múltiplos sistemas de negociação, mas porque as características dos ambientes internalizados – *i.e.*, ausência de transparência pré-negociação e de regras específicas para o *matching* de ordens – criam condições propícias à execução de ordens em detrimento dos interesses dos investidores.

199. Ainda nesse campo, dificuldades adicionais podem se apresentar na supervisão da regra em relação aos investidores de varejo, uma vez que não se tem clareza de quais seriam os mecanismos mínimos a serem adotados pelos intermediários para permitir a comparação entre os custos envolvidos em operações internalizadas e não internalizadas, fator determinante para a melhor execução de ordens.

200. Soma-se a esse quadro o risco da perda da confiabilidade sobre o preço dos ativos, derivada da potencial deterioração do processo de formação de preços causada pela expansão de ambientes internalizados. Considerando que o preço dos ativos é um dos principais elementos que balizam o dever de melhor execução, a perda da credibilidade desse parâmetro prejudica, em primeiro lugar, o próprio cumprimento do dever de melhor execução pelos intermediários e, como reflexo, também a supervisão pelo regulador.

201. Mas não é só. O comprometimento do preço dos ativos, assim como a ausência de mecanismo que viabilize a consolidação completa e consistente dos dados sobre as negociações realizadas em múltiplos ambientes (internalizados e não internalizados) podem gerar efeitos mais amplos para as atividades de supervisão, que têm esses elementos como condições essenciais ao seu bom desempenho.

202. Na prática, pode-se vislumbrar que a falta de confiabilidade na cotação dos ativos e a impossibilidade de acesso a dados consolidados sobre as operações realizadas invariavelmente prejudicará a habilidade do regulador identificar e reprimir assimetrias informacionais, bem como graves ilícitos de mercado, tais como manipulação de preços e a prática de *insider trading*. E isso porque a identificação dessas situações depende do conhecimento das condições em que as

operações foram realizadas, do acesso tempestivo aos dados de negociação e da premissa de que as cotações sejam um parâmetro fidedigno dos valores intrínsecos dos ativos.

203. Outra questão relevante a ser considerada refere-se à cobertura das operações internalizadas por mecanismos de ressarcimento de prejuízos. Sob a perspectiva dos investidores, não parece admissível que essas operações prescindam de tais mecanismos ou de mecanismos assemelhados, dado que constituem pilar fundamental para a confiança e credibilidade na negociação no mercado de valores mobiliários, ao viabilizarem um meio ágil e pouco custoso para o ressarcimento de eventuais prejuízos, sob pena de flagrante retrocesso em relação às salvaguardas já estabelecidas no mercado doméstico. Ainda, também têm papel relevante como instrumento de controle sobre as condutas praticadas pelos intermediários, operando como um inibidor de irregularidades.

204. Por outro lado, estruturar mecanismos de ressarcimento de prejuízos aderentes às operações internalizadas não é trivial, por requerer o exame de diversos aspectos, tais como as dificuldades, práticas e conceituais, de se implementar um MRP único, voltado a cobrir todas as operações internalizadas, ou, no extremo oposto, de se admitir múltiplos MRPs instituídos pelos próprios intermediários.

205. Todos esses desafios dão a dimensão de que a flexibilização do regime vigente no que concerne à internalização de ordens é decisão de impacto estrutural para o desenho do mercado, e que são muitas as questões fundamentais a serem esclarecidas. Até que esses pontos sejam explorados e se obtenha consenso com relação às correspondentes soluções regulatórias, entende-se não apenas prematuro, mas desnecessariamente arriscado admitir-se a prática de internalização de ordens fora de mercados organizados de bolsa.

206. Deve-se ainda ter em vista que há ao menos dois pedidos de autorização de novas entidades administradoras de mercado em análise pela CVM, de modo que a fragmentação entre ambientes de bolsa deve tornar-se uma realidade nos próximos anos, oportunidade em que parte das regras pensadas para um cenário de fragmentação de mercados contidas na Resolução CVM nº 135 será finalmente posta à prova.

207. Considerando que a flexibilização das possibilidades de internalização de ordens admitidas tem potencial para alterar substancialmente a estrutura do mercado brasileiro, parece mais prudente avaliar como o mercado irá responder a um cenário de fragmentação entre entidades administradoras de mercado, e também à própria dinâmica do RLP, cujos testes ainda estão em andamento, antes de introduzir um elemento adicional de risco via admissibilidade da internalização fora de ambiente de bolsa.

208. Assim, com base nos elementos disponíveis, e no atual estágio de desenvolvimento do mercado, uma abordagem como essa permitiria maior convicção sobre a extensão dos impactos da internalização de ordens, sem colocar em risco o funcionamento ordenado e eficiente dos mercados, o qual, deve-se frisar, integra o mandato legal da CVM.

209. Seja como for, caso as hipóteses admitidas de internalização de fato venham a ser ampliadas, independentemente do modelo regulatório ao final adotado, a análise do tema sugere que há um conjunto mínimo de salvaguardas que se revelam imprescindíveis à preservação da higidez dos mercados.

210. Nesse sentido, parece inegociável que sejam instituídos mecanismos que permitam ao regulador ter acesso, tempestivamente, a informações suficientes para assegurar que sua capacidade de supervisão não seja prejudicada, inclusive no que se refere à fiscalização dos impactos da internalização para a integridade do mercado.

211. Assim, será necessário assegurar que as informações sobre operações resultantes de ordens internalizadas sejam passíveis de alguma forma de consolidação em sistema único, além de prontamente divulgadas ao mercado, de modo a permitir que o regulador tenha acesso a todas as informações necessárias para o desempenho de uma supervisão eficiente. Como já dito, a transparência pós-negociação é essencial para a atividade de supervisão e não pode ser comprometida.

212. Da mesma forma, é incontroverso que, assim como no RLP, tais ordens devem estar sujeitas a um limite, a fim de que representem uma parcela circunscrita dos negócios havidos e não enxuguem a liquidez do livro principal, prejudicando a eficiência do processo de formação de preços. Idealmente, caso a internalização de ordens seja admitida nos moldes discutidos, os limites aplicáveis ao RLP deveriam ser revistos a fim de assegurar que, em termos agregados, o percentual de ordens não-transparentes no mercado brasileiro continuasse sujeito ao limite atualmente existente de 15%, excluindo-se os grandes lotes.

213. Também parece fundamental a adoção de medidas para aferir a concordância de investidores com a possibilidade de ter suas ordens internalizadas, uma vez que é a única forma de assegurar que têm conhecimento (ou condições de ter conhecimento) sobre os riscos envolvidos nessas operações, em linha com as diretrizes estabelecidas pela IOSCO sobre o tema.

214. Nesse sentido, o monitoramento periódico dos impactos da internalização pelo regulador será de suma importância para assegurar que não haja prejuízo ao processo de formação de preços e que

seja mantida liquidez suficiente em ordens que contem com transparência plena. Assim, caso haja indícios de comprometimento do processo decorrentes do uso de internalização, os parâmetros permitidos poderão ser prontamente ajustados com vistas a aumentar a transparência pré-negociação¹¹⁰.

215. Foi esta a postura adotada pela CVM com relação ao RLP. O programa teve início como um experimento controlado com incrementos paulatinos, com ampliação gradual dos mercados permitidos, acompanhados periodicamente por SMI, B3 e BSM para assegurar que benefícios permanecessem superiores aos custos em aspectos como liquidez, *spreads* e formação de preços no livro de ofertas.

216. Apenas após cinco anos de testes e ajustes, o programa foi aprovado em caráter definitivo em relação aos minicontratos de dólar e Ibovespa, tendo sido prorrogada a fase experimental iniciada em 2022 em relação à negociação de ações. De todo modo, a Diretora Marina Copola destacou a necessidade de aprimoramentos de cunho informacional e de *enforcement*, assim como o fato de o tema ser “regulado de maneiras diferentes nos principais mercados ao redor do mundo e cercado de controvérsias – o que, por si só, justifica a postura da CVM no trato da matéria e a realização de pesquisas como a que a ASA recentemente publicou.”¹¹¹.

217. Essa é mais uma indicação de que, de fato, parece mais prudente se buscar elementos que confirmem maior grau de convicção sobre a possível extensão dos impactos da flexibilização em análise, e, em sendo o caso, promover alterações de forma gradual, a fim de que seja possível ajustá-las à medida que seus efeitos forem sendo percebidos e avaliados.

Atenciosamente,

Barbosa Sociedade de Advogados

¹¹⁰ IOSCO. *Op. Cit.*, 2011, p. 31: “Principle 6: Regulators should periodically monitor the development of dark pools and dark orders in their jurisdictions to seek to ensure that such developments do not adversely affect the efficiency of the price formation process, and take appropriate action as needed”.

¹¹¹ Cf. manifestação de voto proferida no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. SMI, j. em 13.08.2024, p. 14.