
NOTA TÉCNICA

Internalização de Ordens e Conflito de Interesses dos Intermediários

Outubro de 2024

Sumário

I.	Introdução	1
II.	O conflito de interesses e o dever de melhor execução	3
i)	Melhor execução no Brasil	6
ii)	Melhor execução na Europa	11
iii)	Melhor execução na Austrália	12
iv)	Melhor execução nos Estados Unidos	13
III.	Atuação do Intermediário como Contraparte	17
IV.	Pagamento pelo Fluxo de Ordens	22
i)	Conflito de interesses no PFOF	25
ii)	A deterioração de preço	34
iii)	O pagamento pelo fluxo de ordens no Brasil	36
V.	Assimetria Informacional decorrente da Internalização de Ordens	38
VI.	Considerações Finais	43

I. Introdução

1. A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) solicitou uma nota técnica a respeito das hipóteses que suscitariam conflito de interesses dos intermediários que atuam no mercado de valores mobiliários quando o arcabouço jurídico de um país admite o mecanismo de internalização de ordens de clientes (“Nota Técnica”).

2. A B3 pretende usar a Nota Técnica para subsidiar sua manifestação na Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 ao estudo de Avaliação de Impacto Regulatório

sobre internalização de ordens (“Estudo AIR”) emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

3. Para fundamentar esta Nota Técnica foi realizado um levantamento de materiais produzidos por reguladores internacionais e entidades multilaterais, bem como de artigos acadêmicos e trabalhos realizados por consultorias de mercado. Uma resenha desses materiais consta do Anexo I a esta Nota Técnica.

4. Embora os documentos analisados no processo de pesquisa discorram sobre diversos assuntos correlatos à concorrência entre ambientes de negociação, fragmentação de mercado, internalização de ordens e conflito de interesses, a presente Nota Técnica selecionou os trechos com foco específico no conflito de interesses envolvendo os intermediários no processo de internalização de ordens.

5. A análise desses documentos permite inferir que as principais situações que ensejam o conflito de interesses do intermediário na internalização de ordens são:

- a) a atuação do intermediário como contraparte – ou principal – da ordem internalizada;
- b) o direcionamento de ordens para execução por um outro intermediário, seja porque há pagamento pelo fluxo de ordens, seja porque o intermediário para o qual se direciona a ordem é uma parte relacionada à corretora; e
- c) a possibilidade de uso da informação decorrente do recebimento de ordens privadas de clientes do intermediário em seu próprio benefício.

6. Para explorar esses assuntos, esta Nota Técnica será organizada em seis partes, incluindo esta introdução. Na Seção II a seguir serão explorados o conceito básico de conflito de interesses do intermediário e o dever de melhor execução imposto ao intermediário em diversos mercados para lidar com tais conflitos.

7. As seções III a V exploram cada uma das principais situações em que se observa conflito de interesses do intermediário, assim: (i) a Seção III endereça os conflitos gerados pela atuação do intermediário como contraparte da ordem; (ii) a Seção IV trata

do pagamento pelo fluxo de ordens; e (iii) a Seção V aborda o fenômeno da exploração de informações privilegiadas detidas por aqueles intermediários que internalizam ordens de clientes.

8. Por fim, na Seção VI, serão expostas as principais conclusões dos estudos empreendidos para a elaboração desta Nota Técnica.

II. O conflito de interesses e o dever de melhor execução

9. Uma primeira tarefa para que esta Nota Técnica possa evoluir é definir o que é o conflito de interesses no contexto da atuação de um intermediário na execução de ordens de clientes em ambientes de negociação no mercado de capitais.

10. Quando um participante do mercado atua em nome próprio, escolhendo o local ou sistema de negociação e a forma de execução de suas próprias ordens, a decisão de como e onde executar tais negócios é feita levando em consideração somente os seus próprios interesses e tenderá a privilegiar aquilo que lhe pareça mais importante, como, por exemplo, o menor custo de execução ou a maior probabilidade de execução da ordem.

11. No entanto, quando um intermediário executa a ordem dada por um cliente, a não ser que este cliente tenha feito opções muito claras sobre que aspectos deveriam ser privilegiados, cabe ao intermediário uma série de escolhas. Geralmente, investidores de varejo dão muito poucas instruções a seus intermediários quando determinam a compra ou venda de um ativo. Assim, o intermediário pode privilegiar o melhor preço para o cliente ou pode escolher o local no qual a ordem vai ser mais rapidamente executada, por exemplo.

12. Ambas as opções podem ser legítimas e, não fossem certas condições específicas, seria possível presumir que o intermediário atuaria no melhor interesse dos seus clientes para preservar a sua relação comercial com eles. Mas, decidir como melhor executar uma ordem pode implicar tempo e custos, o que é diretamente afetado pelo grau de concorrência em um determinado mercado. Quanto mais fragmentado for tal mercado – ou seja, quanto mais opções de execução existirem – mais tempo e recursos serão empenhados em descobrir qual é a melhor maneira de executar uma ordem.

13. Assim, em um mercado em que exista concorrência e, portanto, inúmeras opções de onde e como executar uma ordem, o interesse dos clientes pela melhor execução possível pode ser contraposto pelas dificuldades ou custos inerentes ao processo de identificar o melhor preço ou forma de executar tal ordem.¹

14. Quando esses custos de descobrir a melhor forma de executar as ordens de um cliente não podem ser integralmente repassados para os clientes ou quando os intermediários concorrem por clientes por meio da menor taxa possível, é pouco provável que o intermediário empenhe os recursos necessários nessa busca. Esse é um problema típico da situação de agente ocupada pelo intermediário.

15. Um segundo problema que surge quando um intermediário executa ordens de clientes é que os interesses do próprio intermediário podem ser contrapostos aos interesses dos seus clientes e, assim, a escolha do melhor local ou sistema de negociação ou da melhor forma de executar as ordens pode ser comprometida.

16. Nessas situações em que, para além do custo de descobrir a melhor forma de executar as ordens de um cliente, o intermediário tem um interesse próprio que pode prejudicar a sua busca pelo melhor interesse desse cliente, diz-se haver um conflito de interesses.

17. Reguladores têm a preocupação de identificar situações de conflitos de interesse e conferir a elas algum tratamento que possa assegurar que, ao menos aqueles investidores menos informados e com poderes de barganha limitados, estarão minimamente protegidos.

¹ Em um mercado não fragmentado, com um preço claramente estabelecido, muitas das variáveis que deveriam ser analisadas para verificação do cumprimento do dever de melhor execução não seriam relevantes, como os custos das diferentes plataformas ou o acesso à informação sobre os diferentes mercados disponíveis para determinado valor mobiliário. Nesse sentido: *“One implication of our analysis is that it is the competitive nature of the markets themselves that makes defining best execution so problematic. In a single market setting with an easily discernible price, the ‘duty’ of best execution is both obvious and direct. When markets compete in different ways with respect to the different components of trade execution, it is no longer so clear what ‘best’ execution is, let alone how or when it is attained.”* MACEY, Jonathan R. O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, v. 6, 1997, pp. 188-223. p. 189.

18. Nesse sentido, o Release No. 34-96496 emitido pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), regulador do mercado americano, propondo alterações a respeito dos padrões de cumprimento do dever de melhor execução de ordens (“Proposta SEC para Melhor Execução”)², entendeu haver conflitos de interesses do intermediário no manuseio de ordens em três situações: (i) no pagamento por fluxo de ordens; (ii) nas negociações contra carteira própria; e (iii) no encaminhamento de ordens de clientes para partes relacionadas ao intermediário.

19. A *Australian Securities and Investments Commission* (“ASIC”), regulador australiano, tratou do tema no Relatório 331, de março de 2013 (“Relatório ASIC 331”), que apresentou os achados de grupos de trabalho responsáveis por apurar o impacto da *dark liquidity* e *high frequency trading* na qualidade e integridade do mercado local. No relatório, a ASIC, além de tratar dos conflitos identificados pelo regulador americano, demonstrou preocupação com os conflitos causados por assimetrias de informação entre o intermediário e o cliente e pelo uso dessa informação pelo intermediário para aferir lucro para si ou para um outro cliente.³

20. O *Markets in Financial Instruments Directive – Directive 2014/65/EU* (“MiFID II”) tem uma previsão genérica sobre conflito de interesses, na qual o regulador europeu indica como fontes de conflito de interesses o recebimento de incentivos de terceiros, estruturas de remuneração do próprio intermediário e situações em que o intermediário ou seus funcionários possuem interesses concorrentes com os de seus clientes (art. 23(1) do MiFID II)⁴.

² U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496, 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

³ AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, 2013. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

⁴ “Article 23. Conflicts of interest. 1. Member States shall require investment firms to take all appropriate steps to identify and to prevent or manage conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof, including those caused by the receipt of inducements from third parties or by the investment firm’s own remuneration and other incentive structures.” EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. MiFID II. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

21. Embora a natureza dos problemas que podem surgir quando intermediários executam ordens de clientes seja diferente, por vezes custos e por vezes conflitos, a regulação tende a lidar com eles por meio do mesmo princípio. Assim, reguladores do mundo todo adotam como princípio para conduta de intermediários o dever de melhor executar as ordens recebidas de seus clientes. Esses princípios variam de acordo com o grau de maturidade e as características de cada mercado.

22. As subseções que seguem exploram como alguns dos reguladores do mundo estabeleceram o princípio da melhor execução e indicaram critérios específicos para dar concretude ao princípio, em especial, em relação aos clientes de varejo.

i) Melhor execução no Brasil

23. A regulação brasileira adotou o dever de melhor execução pela primeira vez em 2011, com a edição da Instrução CVM nº 505, de 2011, mais especificamente em seus arts. 19 e 20.

24. No processo de discussão da proposta que levaria à edição desta norma, o regulador demonstrou preocupação com a concorrência entre ambientes de negociação, que já era possível para diversos valores mobiliários, exceto ações, como também assumiu a inspiração na legislação europeia. Vale transcrever o trecho relevante do Edital de Audiência Pública nº 04/09:

“Uma das principais preocupações da CVM ao elaborar a Minuta foi estabelecer regras capazes de aprimorar a qualidade da execução de ordens por parte dos intermediários. A finalidade dessa medida é aumentar a proteção aos investidores, conferindo maior efetividade ao dever fiduciário dos intermediários, que devem agir no melhor interesse de seus clientes. Essa medida ganha relevância ainda maior em um cenário em que se estabeleça a possibilidade de concorrência entre diversos ambientes ou sistemas para a negociação do mesmo valor mobiliário. A regulamentação da CVM já permite essa negociação simultânea para quase todos os valores mobiliários, sendo exceção apenas as ações listadas em mercados de bolsa, que somente podem ser simultaneamente negociadas em outra bolsa. No entanto, é intenção da CVM reavaliar inclusive esta última restrição à competição. A proposta da Minuta inspira-se na experiência internacional quanto ao que é conhecido

*como best execution, em particular, na regulamentação europeia acerca da matéria.*⁵ (negritos nossos)

25. Como fica claro pela manifestação da autarquia, a adoção do princípio do *best execution* é particularmente importante quando o mercado em questão admite concorrência de ambientes de negociação ou a possibilidade de que intermediários internalizem a execução de ordens, seja pelo cruzamento com ordens de outros clientes, seja atuando como contraparte.

26. Quando os valores mobiliários são negociados apenas em um ambiente de negociação, questões tais como “onde, quando, como e a que preço” os intermediários devem executar as ordens de seus clientes são resolvidas de maneira relativamente simples, uma vez que só há um ambiente de negociação e, em geral, tal ambiente conta com transparência pré e pós negociação.

27. Contudo, na hipótese de coexistência de diversos ambientes, com diversos níveis de transparência, as normas que garantem o princípio de melhor execução tendem a ser mais complexas e a demanda para o regulador garantir o seu cumprimento é maior. Por isso, a cada etapa da discussão sobre ampliação da concorrência entre ambientes de negociação, a CVM (assim como outros reguladores do mundo) volta a discutir a adequação das normas de melhor execução.

28. Assim, em 2013, no Edital de Audiência Pública nº 05/13, por meio do qual a CVM convidou o mercado a apresentar manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas “à identificação, à mitigação, ao gerenciamento de riscos decorrentes da fragmentação de liquidez e de dados e à possível mudança na estrutura de autorregulação, tendo em vista a hipótese de concorrência entre plataformas de negociação”⁶, o tema do dever de melhor execução foi retomado. Mais especificamente, a CVM pediu que o mercado se manifestasse sobre três temas: (a) melhor execução no

⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública SDM nº 04/09, de 2009. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Último acesso em 30.9.2024.

⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública SDM nº 05/13, de 2013. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0513.html. Último acesso em 30.9.2024.

interesse dos clientes (*best execution*); (b) consolidação de dados; e (c) modelo de supervisão e autorregulação.

29. No edital, a CVM reconheceu que o desenho do melhor regime de *best execution* está intimamente relacionado ao grau de fragmentação de um mercado, uma vez que, de um lado, em um mercado fragmentado, os intermediários incorrerão em maiores custos para localizar as melhores condições disponíveis para negociação de cada ativo, sendo notadamente mais caro descobrir o melhor preço e, de outro, é possível que nem todos os investidores tenham acesso a todos os ambientes de negociação, estreitando, assim, ainda que para parte dos investidores, o acesso à liquidez disponível e a todos os preços disponíveis para o mercado como um todo.

30. A CVM pretendia discutir como as regras de *best execution* poderiam minimizar esses efeitos da fragmentação, ampliando por meio do dever de melhor execução o acesso de todos os investidores à liquidez geral do mercado, bem como ao melhor preço disponível.⁷ A Audiência Pública nº 05/13 foi encerrada sem a edição de uma norma, uma vez que o propósito era debater com o mercado modelos regulatórios possíveis para depois propor normas prescritivas.

31. O assunto foi retomado no Edital de Audiência Pública nº 09/19⁸, que propunha normas para o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários em um ambiente de concorrência. A proposta das normas baseou-se nas reflexões oriundas de iniciativas adotadas pela CVM para analisar as implicações da eventual fragmentação do mercado de bolsa no Brasil, entre elas: (i) o estudo elaborado pela Oxera Consulting Ltd, em 2012, que analisou a viabilidade e os benefícios da eventual concorrência entre bolsas no Brasil, assim como os desafios que seriam impostos por tal concorrência à regulação e à supervisão dos mercados⁹; e (ii) a Audiência Pública nº 05/13, já explorada acima.

⁷ Essa discussão era pertinente porque reguladores de outros países adotaram modelos bastante diferentes, com variados graus de abrangência de pessoas cobertas, cadeias de responsabilidades e critérios para definição do dever de melhor execução e a CVM pretendia discutir qual seria o mais adequado para o Brasil.

⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública SDM nº 09/19, de 2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html Último acesso em 30.9.2024.

⁹ O estudo da Oxera Consulting Ltd foi analisado para elaboração deste trabalho e sua resenha, naquilo que é relevante, encontra-se no Anexo I.

32. O resultado da discussão promovida na Audiência Pública nº 09/19 foi a edição das Resoluções CVM nº 134 e 135, de 2021. A Resolução CVM nº 135, de 2021, dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a Resolução CVM nº 134, de 2021, altera a Resolução CVM nº 35, de 2021 (nova designação da Instrução nº 505, de 2011) em alguns pontos específicos, mas para o que é relevante na elaboração desta Nota Técnica, ela altera aqueles comandos que estabelecem o conceito de dever de melhor execução.

33. No Edital de Audiência Pública nº 09/19, a CVM comenta que estabelecer uma regra de roteamento automático de ordens impor a obrigação aos intermediários de se conectar com mais de um ambiente de negociação, o que poderia representar custos muito significativos para a indústria. Por isso, a CVM convidou os participantes a comentarem eventual criação de regra similar à *Order Protection Rule* existente no mercado dos Estados Unidos.

34. A *Order Protection Rule* proíbe bolsas de valores, formadores de mercado e intermediários de executar ordens de clientes abaixo das chamadas cotações protegidas. As cotações protegidas são as melhores cotações nacionais de compra e venda de uma determinada ação (*national best bid and offer* – “NBBO”) ¹⁰ em cada uma das bolsas de valores dos EUA. O NBBO é divulgado pela *Financial Industry Regulatory Authority* (“FINRA”) em um sistema que chamado *FINRA’s Alternative Display Facility* (“ADF”). Assim, o intermediário é proibido de realizar uma operação a um preço inferior (ou superior) ao das melhores ofertas de venda (ou de compra) do mercado.

35. Alternativamente, a Audiência Pública nº 09/19, embora mantivesse, em essência, o regime de melhor execução originalmente previsto na Instrução CVM nº 505, de 2011, discutia a inserção de alguns aperfeiçoamentos, dentre os quais a adoção do “desembolso total pela operação” como critério para aferição da melhor execução para investidores de varejo, assumidamente inspirado pelo MiFID II, norma que regula o mercado financeiro europeu, em especial o secundário de títulos e valores mobiliários¹¹.

¹⁰ O *National Best Bid and Offer* (“NBBO”) é uma cotação que informa o maior preço de compra (*bid*) e o menor preço de venda (*ask*) de um título, coletados entre todas as bolsas ou locais de negociação disponíveis. Assim, o NBBO representa o menor *spread bid-ask* em um título disponível no mercado.

¹¹ A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, no Relatório de Análise da Audiência

Adicionalmente, a Audiência Pública nº 09/19 propunha a vedação de que o intermediário considerasse, para fins de execução das ordens, eventuais benefícios de qualquer natureza auferidos e não repassados aos clientes.

36. O resultado desse debate novamente deixou o regime brasileiro mais perto do direito comunitário europeu. Assim, os comandos que hoje disciplinam o princípio do *best execution* no Brasil estão contidos na Resolução CVM nº 35, de 2021, que, de um lado, prevê o dever do intermediário de privilegiar os interesses de seus clientes em relação aos seus próprios (art. 31, § 1º da Resolução CVM nº 35, de 2021)¹², e, de outro, atribui ao intermediário o dever de “*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*”¹³ (art. 20 da Resolução CVM nº 35, de 2021).

37. A norma prossegue e determina que “*para aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, conforme regulamentação específica, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor*”¹⁴ (art. 20, § 1º da Resolução CVM nº 35, de 2021).

38. O Relatório de Análise da Audiência Pública nº 09/19 esclarece que, embora tenha sido adotado um critério de melhor execução que fosse mais facilmente aferível pelo investidor de varejo, qual seja, o do desembolso total, tal critério “*não exime o intermediário da consideração das demais condições estabelecidas no caput do mesmo*

Pública nº 09/2019, reconheceu que “[o] desembolso total pela operação foi mantido por ser um critério objetivo e aferível pelo investidor não considerado como qualificado e está alinhado ao que dispõe o art. 27 da MiFID II.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 09/2019, p. 236. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html Último acesso em 30.9.2024.

¹² “Art. 31. [...] § 1º É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 35, de 2021. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html> Último acesso em 30.9.2024.

¹³ Ibidem.

¹⁴ Ibidem.

artigo, como é o caso da rapidez, probabilidade de execução e liquidação e outras considerações relevantes.”¹⁵

39. Finalmente, por sugestão dos participantes do mercado, a Resolução CVM n° 35, de 2021, também esclarece que, quando houver instrução específica, o intermediário deve executar a ordem na condição indicada pelo cliente (art. 20, § 2º da Resolução CVM n° 35, de 2021).

ii) Melhor execução na Europa

40. Conforme indicado acima e assumido pela CVM em diversas oportunidades, tanto o dever de melhor execução presente na regulação brasileira quanto a maneira de apurar o que é a melhor execução para os investidores de varejo são inspirados na regulamentação da União Europeia.

41. Lá, o princípio da melhor execução está previsto no MiFID II que, em seu art. 27, determina que os estados-membros devem exigir que *“as empresas de investimento tomem todas as medidas suficientes para obter, ao executar ordens, o melhor resultado possível para seus clientes”*¹⁶.

42. O MiFID II prossegue e determina que *“[q]uando uma empresa de investimento executar uma ordem em nome de um cliente de varejo, o melhor resultado possível deverá ser determinado em termos da consideração total, representando o preço do instrumento financeiro e os custos relacionados à execução, que deverão incluir todas as despesas incorridas pelo cliente diretamente relacionadas à execução da ordem, incluindo taxas do local de execução, taxas de compensação e liquidação e quaisquer outras taxas pagas a terceiros envolvidos na execução da ordem.”*¹⁷

¹⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n° 09/2019, p. 236. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html Último acesso em 30.9.2024.

¹⁶ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II), 2014 Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹⁷ Tradução livre do art. 27 da MiFID II que dispõe: *“1. Member States shall require that investment firms take all sufficient steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking*

iii) *Melhor execução na Austrália*

43. A ASIC também previu na *Market Integrity Rules* (“MIR”) regra sobre o dever de melhor execução. Lá, o intermediário, ao manusear e executar uma ordem para um cliente, deve tomar medidas razoáveis para obter a melhor execução para aquele cliente. A MIR também diferencia o que pode ser a melhor execução para o investidor de varejo e o para o investidor institucional: para o primeiro, o melhor preço total será o critério para determinar a melhor execução; para o segundo, outros fatores podem ser considerados, como velocidade e probabilidade da execução da ordem.¹⁸

44. A Austrália admite que um intermediário internalize ordens, por isso, a ASIC esclarece que o dever de melhor execução permanece quando a ordem é internalizada, devendo-se buscar o melhor preço para o cliente. Tal dever deve ser observado inclusive quando ordens de dois clientes a respeito dos quais se tem o dever de melhor execução

into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, where there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction. Where an investment firm executes an order on behalf of a retail client, the best possible result shall be determined in terms of the total consideration, representing the price of the financial instrument and the costs relating to execution, which shall include all expenses incurred by the client which are directly relating to the execution of the order, including execution venue fees, clearing and settlement fees and any other fees paid to third parties involved in the execution of the order. For the purposes of delivering best possible result in accordance with the first subparagraph where there is more than one competing venue to execute an order for a financial instrument, in order to assess and compare the results for the client that would be achieved by executing the order on each of the execution venues listed in the investment firm's order execution policy that is capable of executing that order, the investment firm's own commissions and the costs for executing the order on each of the eligible execution venues shall be taken into account in that assessment.” EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. Directive 2014/65/EU – Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II), 2014 Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹⁸ “Under Rule 3.8.1, a market participant must take reasonable steps when handling and executing an order in relevant products to obtain the best outcome for its client. For a retail client, the best outcome means the best total consideration (which market participants may interpret as best price: see RG 265.140), taking into account client instructions. For wholesale clients, other outcomes may be relevant—including speed, likelihood of execution and any other relevant considerations (or any combination of these outcomes).” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.130. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets> Último acesso em 30.9.2024.

se encontram, hipótese em que o intermediário deve buscar a melhoria de preço para ambos.¹⁹

iv) Melhor execução nos Estados Unidos

45. Nos Estados Unidos, atualmente o dever de melhor execução está previsto nas normas da FINRA, entidade autorreguladora que supervisiona os intermediários naquele mercado. Lá, o intermediário deve empregar a diligência razoável para que o preço resultante da operação seja o mais favorável possível ao cliente.²⁰

46. Ao longo dos anos, a FINRA emitiu interpretações sobre a melhor forma de cumprir com o dever de *best execution* com o objetivo de contemplar mudanças nas práticas de mercado ou em sua estrutura, bem como para refletir as inovações trazidas pelo uso de novas tecnologias e novos dados disponíveis para os intermediários e demais instituições autorizadas a manusear ou executar ordens de clientes no mercado americano.

47. Conforme já mencionado, no mercado americano, intermediários devem garantir a seus clientes o NBBO. Mas, mais do que descrever em detalhes como funciona o complexo sistema norte americano, parece ser importante notar que os reguladores locais vêm desafiando o *status quo*.

48. De um lado, a FINRA tem promovido inúmeros casos contra as mais conhecidas corretoras americanas por falharem em seu dever de empregar uma diligência razoável

¹⁹ “For transactions matched or executed off an order book under an exception to pre-trade transparency, market participants should consider the benefits to clients of trying to improve on the best displayed price across all order books to the extent this is possible for a particular relevant product. Where a market participant acts on behalf of both clients to a transaction and where a duty of best execution is owed to both clients, the market participant should consider whether it is possible to improve on the price for both clients.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.130. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 30.9.2024.

²⁰ “(a)(1) In any transaction for or with a customer or a customer of another broker-dealer, a member and persons associated with a member shall use reasonable diligence to ascertain the best market for the subject security and buy or sell in such market so that the resultant price to the customer is as favorable as possible under prevailing market conditions.” FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Rule 5310. Best Execution and Interpositioning, 2014. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5310>. Último acesso em 30.9.2024.

para que as ordens de seus clientes sejam executadas ao melhor preço possível. Talvez, o mais emblemático deles seja o FINRA Case No. 2017056224001, por meio do qual a autorreguladora aplicou uma censura e multou a Robinhood Financial LLC.

49. Entre as irregularidades descritas pela FINRA, estão as violações da regra de melhor execução porque a Robinhood Financial LLC direcionava as ordens de seus clientes para quatro corretoras que pagavam por fluxo de ordens e *"não exercia a devida diligência para verificar se essas quatro corretoras ofereciam o melhor mercado para os valores mobiliários em questão, a fim de garantir que seus clientes recebessem a melhor qualidade de execução em comparação com outros locais de execução"*.²¹

50. A SEC também condenou as práticas da Robinhood Financial LLC. Em dezembro de 2020, o regulador americano anunciou a existência de um processo de investigação envolvendo a corretora que posteriormente resultou em um acordo com pagamento de US\$65 milhões de dólares.

51. De acordo com a SEC, entre 2015 e 2018, a corretora *"fez declarações enganosas e omissões em suas comunicações com os clientes sobre sua maior fonte de receita ao descrever como ganhava dinheiro – especificamente, pagamentos de firmas de negociação em troca do envio das ordens de seus clientes para essas firmas executarem, conhecido como "payment for order flow" (PFOF). Segundo a ordem da SEC, um dos principais atrativos da Robinhood para os clientes era que a negociação era "isenta de comissões", mas, em grande parte devido às suas taxas de PFOF altas incomuns, as ordens dos clientes da Robinhood eram executadas a preços inferiores aos de outras corretoras. Apesar disso, de acordo com a ordem da SEC, a Robinhood afirmou falsamente em uma FAQ em seu site entre outubro de 2018 e junho de 2019 que a qualidade de execução de suas ordens era igual ou superior a de seus concorrentes. A ordem conclui que a Robinhood forneceu preços de negociação inferiores que, no total, privaram os clientes de US\$ 34,1 milhões, mesmo considerando as economias de não pagar comissões."*²²

²¹ Tradução livre de: *"Robinhood, however, did not exercise reasonable diligence to ascertain whether these four broker-dealers provided the best market for the subject securities to ensure its customers received the best execution quality from these as compared to other execution venues."* FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Letter of Acceptance, Waiver and Consent No. 2017056224001, 2019, p. 2. Disponível em: <https://www.finra.org/sites/default/files/2019-12/robinhood-awc-121919.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

²² Tradução livre de: *"According to the SEC's order, between 2015 and late 2018, Robinhood made*

52. De outro lado, o tema do dever de melhor execução foi colocado em discussão pela SEC porque este regulador entendeu que investidores se beneficiariam de práticas de melhor execução mais consistentes e robustas e que a execução de ordens de clientes de varejo por intermediários com certos conflitos de interesse no manuseio de ordens mereceria maior atenção.

53. Assim, no contexto de um conjunto de reformas em discussão para aprimoramento do *National Market Systems* (“NMS”)²³, a Proposta SEC para Melhor Execução propõe alterações a respeito dos padrões de cumprimento do dever de melhor execução de ordens.²⁴

54. A Proposta SEC para Melhor Execução corrobora as orientações da FINRA, sugerindo como *standard* do emprego da diligência razoável a obtenção do preço mais

misleading statements and omissions in customer communications, including in FAQ pages on its website, about its largest revenue source when describing how it made money – namely, payments from trading firms in exchange for Robinhood sending its customer orders to those firms for execution, also known as “payment for order flow.” As the SEC’s order finds, one of Robinhood’s selling points to customers was that trading was “commission free,” but due in large part to its unusually high payment for order flow rates, Robinhood customers’ orders were executed at prices that were inferior to other brokers’ prices. Despite this, according to the SEC’s order, Robinhood falsely claimed in a website FAQ between October 2018 and June 2019 that its execution quality matched or beat that of its competitors. The order finds that Robinhood provided inferior trade prices that in aggregate deprived customers of \$34.1 million even after taking into account the savings from not paying a commission.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Press Release No. 2020-321, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-321> Último acesso em 3.10.2024.

²³ O NMS é o conjunto de regras que estabelece o arcabouço normativo do mercado secundário nos EUA. Uma parte importante da NMS está sendo rediscutida por meio de quatro diferentes propostas de alteração normativa ou adoção de novas normas emitidas pela SEC. Elas têm como principal objetivo melhorar os preços que os investidores de varejo obtêm quando as ordens de ações são executadas, entre outras melhorias. As quatro diferentes partes da reforma foram originalmente apresentadas nos seguintes documentos: (i) o Release No. 34-96493, trata do aumento da transparência na execução de ordens, ampliando tanto a abrangência das informações requeridas quando das ordens em relação às quais tal requerimento é exigido, transformada em regra final em março de 2024; (ii) o Release No. 34-96494, que propõe alterações no incremento mínimo de preço para uma série de ativos, além de estabelecer limites para os preços de acesso a informações sobre cotações protegidas no contexto de execução de ordens, transformada em regra final em setembro de 2024; (iii) o Release No. 34-96495, no qual a SEC submeteu a consulta pública uma proposta de regra para que certas ordens, notadamente aquelas de investidores individuais de varejo, sejam expostas a processos competitivos em leilões abertos antes que tais ordens possam ser internalizadas por intermediários; e (iv) o Release No. 34-96496, que propõe alterações nas normas do NMS a respeito dos padrões de cumprimento do dever de melhor execução de ordens.

²⁴ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496, 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

favorável possível ao investidor.²⁵ Contudo, propõe um espectro mais amplo, sobretudo em relação àquelas situações em que a SEC entende haver conflitos de interesse.

55. Assim, a Proposta SEC para Melhor Execução sugere a adoção de normas que exijam do intermediário maior cuidado e transparência para a execução de ordens de clientes de varejo naquelas situações em que tais intermediários tenham conflitos de interesse no manuseio dessas ordens. Para tanto, a SEC propõe que esses agentes tenham políticas e procedimentos detalhados para lidar com operações em conflito de interesses, bem como impõe requisitos específicos de documentação dessas operações e revisão dos critérios de execução.²⁶

56. Como mencionado anteriormente, a SEC entendeu haver conflitos de interesse do intermediário no manuseio de ordens em três situações: (i) no pagamento por fluxo de ordens; (ii) nas negociações contra carteira própria; e (iii) no encaminhamento de ordens de clientes para partes relacionadas.

57. Além das medidas específicas de transparência e documentação aplicáveis às ordens executadas em situações em que exista um conflito de interesses entre intermediário e cliente, a SEC, por meio do Release No. 34-96495 (“Proposta SEC para Competição de Ordens”), também colocou em discussão pública uma medida específica para assegurar que ordens de investidores individuais de varejo fossem expostas a processos competitivos em leilões abertos antes que tais ordens pudessem ser internalizadas no NBBO.²⁷

58. A Proposta SEC para Competição de Ordens tem como objetivo promover a concorrência como um meio de proteger os interesses dos investidores individuais e assegurar que o NMS cumpra suas funções. Assim, a regra proposta proíbe um centro de negociação com concorrência restrita, como é o caso de um intermediário que internaliza ordens, de executar internamente certas ordens de investidores de varejo a um

²⁵ *Ibidem*, p.49.

²⁶ *Ibidem*, p.1.

²⁷ “The proposed rule would prohibit a restricted competition trading center from internally executing certain orders of individual investors at a price unless the orders are first exposed to competition at that price in a qualified auction operated by an open competition trading center. The proposed rule would also include limited exceptions to this general prohibition.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, 2022, p. 1. Disponível em: Último acesso em 22.9.2024. <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

determinado preço, a menos que as ordens tenham sido primeiro expostas à concorrência por esse preço em um leilão operado por um centro de negociação de concorrência aberta. Para a SEC, submeter as ordens a um leilão competitivo é um meio para aumentar a oportunidade de ordens de investidores de varejo receberem preços mais favoráveis do que no atual modelo de mercado.²⁸

59. Mais importante, de acordo com o regulador americano, submeter as ordens a um leilão poderia beneficiar os investidores em geral, inclusive investidores institucionais, ao lhes oferecer a oportunidade de interagir diretamente com um grande volume de ordens de investidores de varejo que, em sua maioria, estão inacessíveis no modelo de mercado atual.

60. Isto porque o modelo de negócios dos *wholesalers*, que são esses poucos intermediários que recebem o fluxo de ordens de outras corretoras e atuam como provedores de liquidez, é executar as ordens de varejo bilateralmente, ou seja, internalizar o fluxo de ordens recebido sem expô-las ao mercado em geral.

61. Em outras palavras, investidores institucionais que atualmente submetem suas próprias ordens a bolsas de valores poderiam potencialmente negociar a preços melhores se tivessem a oportunidade de interagir com as ordens de investidores de varejo em leilões justos e abertos.

62. Tendo sido expostos como as regras de melhor execução dos principais mercados tentam lidar com os problemas de conflito de interesses, ao menos do ponto de vista principiológico, as próximas seções explorarão em maior detalhe as situações específicas de conflito em um contexto de internalização de ordens.

III. Atuação do Intermediário como Contraparte

63. Conforme já comentado na Seção II acima, um conflito de interesse surge, no contexto do mercado secundário, sempre que os interesses de intermediário divergem

²⁸ Mais de 90% das ordens de investidores de varejo são direcionadas para um pequeno grupo de seis estruturas fora da bolsa, frequentemente chamados de *wholesalers*. Entre esses *wholesalers*, dois capturam aproximadamente 66% das ordens de varejo. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, 2022, p. 7. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

dos de seu cliente. E talvez a situação mais clássica na qual os interesses de um intermediário conflitam com os interesses dos seus clientes sejam nas operações em que as ordens de seu cliente são executadas contra a carteira do próprio intermediário.

64. Nessas situações, ambos os lados da operação têm a intenção e, portanto, o interesse, de maximizar seus ganhos, mas somente um lado, o intermediário, decide por ambos os polos desses negócios, uma vez que ele atua como agente do seu cliente, podendo assim decidir se fecha ou não o negócio sozinho. Em sistemas que admitem a internalização de ordens e concomitantemente autorizam o intermediário a interagir com ordens de clientes, essa é a situação mais comum.

65. O Relatório ASIC 331 apontou que, no terceiro trimestre de 2012, 38% dos valores negociados nos *crossing systems*²⁹ tinham um intermediário que atuava como operador e contraparte.³⁰ Em estudo publicado em outubro de 2015, o *Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity* (“Relatório ASIC 452”), a ASIC verificou que, nas *dark pools*, 52% das transações tinham um investidor/cliente na contraparte e que o investidor estava na parte perdedora da transação em 68% dos casos. Ou seja, no contexto das *dark pools*, mais de metade das operações eram realizadas entre intermediário e investidor, sendo que o investidor saía prejudicado em mais de 2/3 dessas operações.³¹

²⁹ A MIR da ASIC prevê em seu Capítulo 5A a existência dos *crossings systems*, que funcionam como sistemas automatizados disponibilizados pelo intermediário que executam ou combinam ordens do cliente com as ordens (a) do próprio participante do mercado que opera o *crossing system*; (b) de outros clientes do mesmo participante do mercado; ou (c) de qualquer outra pessoa que acesse o sistema automatizado ao invés do livro de ordens do mercado regulado.

³⁰ “There is considerable principal trading on crossing systems (i.e. trading by the crossing system operator). Eight crossing systems conducted principal trading in the September quarter 2012. Principal trading represented 38% of value traded on these crossing systems—that is, more than one dollar in every three traded by clients was against the operator of these crossing systems.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 31. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

³¹ “Our results are quite different for trading on exchange dark venues. We found that just over 52% of these trades had agency (i.e. client) counterparties involved and they were on the losing side around 68% of the time: see Figure 26 in the appendix. Whereas high-frequency traders are highly adept at: (a) being on the winning side (85% of high-frequency trading trades); (b) avoiding interacting with other high-frequency trading counterparties (92% of the time). This was also observed for their interactions on lit exchange markets (see paragraph 49–52);” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015, p. 54. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

66. No mesmo sentido, a SEC, no contexto do Proposta SEC para Competição de Ordens afirmou que mais de 90% do valor em dólares do fluxo de ordens do varejo é executado por meio de mecanismos de internalização em que um intermediário atua como contraparte das operações dos seus clientes ou de clientes de outros intermediários que lhes direciona o fluxo de ordens.³²

67. Para o regulador americano, “[i]nternalizing customer orders may create a conflict of interest because broker-dealers do so for the opportunity to capture the spread, and may thereby provide broker-dealers an incentive to trade with orders as principal. (...) The Commission believes that the incentive to trade in a principal capacity at a price most advantageous for the wholesaler itself rather than the customer warrants heightened attention by the wholesaler.”³³

68. Há dois aspectos desse conflito de interesses que adicionam camadas de obstáculos ao bom funcionamento do mercado. Primeiro, os custos de monitoramento que em nada contribuem para que esses conflitos sejam minimizados e, depois, o incentivo para um aumento dos *spreads* nos mercados sem restrição de concorrência, uma vez que esses *spreads* podem ser apropriados pelos intermediários.

69. Em relação aos custos de monitoramento, a teoria de agência nos ensina que um dos mecanismos que ajudariam a fazer com que o intermediário agisse no melhor interesse dos clientes seria a capacidade de monitoramento realizado pelo cliente em relação ao intermediário. No entanto, em um ambiente opaco, como são os

³² “Broker-dealers route more than 90% of marketable orders of individual investors in NMS stocks to a small group of six off-exchange dealers, often referred to as ‘wholesalers’. The wholesaling business is highly concentrated, with two firms capturing approximately 66% of the executed share volume of wholesalers as of the first quarter of 2022. The practice of separately identifying and routing the marketable orders of individual investors to wholesalers is a form of “segmentation.” The term “segmentation” can refer to any practice by which a certain category of orders is identified and treated differently for execution than other categories of orders.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 6-7. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

³³ Em tradução livre: “A internalização de ordens de clientes pode criar um conflito de interesse porque as corretoras fazem isso para ter a oportunidade de capturar o spread, o que pode, assim, proporcionar às corretoras um incentivo para negociar as ordens como principal. (...) A Comissão acredita que o incentivo para negociar na qualidade de principal a um preço mais vantajoso para o próprio intermediário, em vez do cliente, justifica uma maior atenção por parte do intermediário.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496 p. 32-33. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

internalizados, os custos de monitoramento aumentam significativamente para o cliente (principal), o que dificulta a mitigação do conflito de interesses existente.³⁴

70. Em outras palavras, investidores de varejo não têm o conhecimento necessário e, ainda que tivessem, dificilmente teriam acesso à informação necessária para exercer um monitoramento efetivo dos intermediários que internalizam suas ordens.

71. Essa tarefa de monitoramento tampouco é simples para reguladores. Conforme vimos na Seção II acima, as principais economias do mundo adotam regras que exigem que seus intermediários se esforcem para proporcionar aos clientes a melhor execução possível, no entanto, nem sempre é trivial entender como se atinge esse objetivo e, por isso, estas regras estão em constante debate.

72. Como vimos, há uma preocupação atual da SEC em fortalecer as regras relativas ao dever de melhor execução porque o efetivo cumprimento deste dever não é algo trivial, em especial num mercado tão fragmentado quanto o americano. Como colocado por MACEY e O'HARA, a melhor execução é "*facilmente definida, mas muitas vezes irreconhecível*"³⁵.

73. Ou seja, a averiguação do cumprimento do dever de melhor execução perpassa, inevitavelmente, o processo de execução da ordem e não propriamente seu resultado, de forma que exige que o intermediário tenha tentado atingir a melhor execução e não que efetivamente tenha conseguido.

74. Isso torna o cumprimento do dever de melhor execução algo difícil de ser verificado e desafiado ou supervisionado, visto que a fiscalização do cumprimento de uma obrigação de meio exige a análise de uma série de outras variáveis, além do preço da ordem a ser executada ou do tempo da sua execução, para que se verifique se o

³⁴ O aumento nos custos de monitoramento decorrentes da internalização de ordens é reconhecido na doutrina: "*In addition, internalisation may amplify conflicts of interest as retail traders have limited knowledge and cannot effectively monitor internalising firms.*" FERRARINI, Guido. RECINE, Fabio. The Mifid and Internalisation. Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, The Mifid and Beyond, G. Ferrarini, E. Wymeersch, eds., Oxford University Press, 2006, p. 239-249. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922284. Último acesso em 1.10.2024.

³⁵ Tradução livre de: "*[...] best execution is easily defined but is often unrecognizable*". MACEY, Jonathan R. O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, v.6, 1997, pp. 188-223. p. 189.

intermediário buscou atingir a melhor execução possível para aquele investidor.³⁶ Essa averiguação em um sistema de múltiplos ambientes de negociação, transparência seletiva e com grande volume de negócios é bastante desafiadora.

75. Em relação ao segundo problema, é importante notar que a atuação na posição de contraparte de ordens internalizadas pelos intermediários se dá, em grande parte, na intenção dos intermediários de lucrar com o *spread* existente, isto é, com a diferença de preço entre a melhor ordem de venda e a ordem de compra. Isso ocorre porque o intermediário negocia diretamente contra o fluxo de ordens de seus clientes, tomando para si a diferença entre o preço que paga para comprar e o preço que cobra para vender.³⁷

76. A Proposta SEC para Melhor Execução compilou informações de estudos empíricos da própria SEC e de terceiros que mostram evidências de que a possibilidade de internalizar ordens e outros mecanismos associados a tal possibilidade, como o pagamento por fluxo de ordens a ser explorado na Seção IV abaixo, pode prejudicar a qualidade da execução do cliente, resultando em *spreads* efetivos maiores.³⁸

77. Dito de outra forma, tendo em vista que o processo de internalização permite que intermediários se apropriem dos *spreads*, há um interesse no alargamento desses *spreads*, o que prejudica o encontro entre ofertas no mercado sem restrição a concorrência de ordens e a formação do próprio preço dos ativos. Como se verá na Seção IV (ii) a seguir, algumas pesquisas projetam diminuição significativa do *spread* do NBBO caso ordens de varejo alcancem o mercado sem restrição de concorrência.

³⁶ A necessidade de avaliação de uma grande gama de variáveis é reconhecida por Macey e O'Hara, que afirmam: *"The difficulties implicit in enforcing such a requirement of intent are obvious. These factors to be considered in determining whether best execution has been achieved include: 'the size of the order, the trading characteristics of the security involved, the availability of accurate information affecting choices as to the most favorable market in which execution might be sought, the availability of technological aids to process such data, the availability of economic access to the various market centers and the costs and difficulty associated with achieving an execution in a particular market center.'"* MACEY, Jonathan R. O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, v.6, 1997, pp. 188-223. p. 192.

³⁷ A ocorrência deste conflito é reconhecida e discutida pela SEC na Proposta SEC para Melhor Execução, como se lê do parágrafo 67 acima. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496, pp. 32-33. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

³⁸ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496 p. 32. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

78. Assim, o primeiro e mais óbvio conflito de interesses de mercados que admitem a internalização de ordens diz respeito à situação na qual um intermediário executa ordens de seus clientes contra a sua própria carteira, o que coloca a vantagem econômica do intermediário em oposição aos interesses do cliente de maximizar o preço pelo qual negocia seus ativos.

79. Essa situação de conflito é potencializada pela dificuldade de monitoramento dos clientes e dos reguladores, uma vez que os ambientes em que essas ordens estão são opacos e a compreensão do mercado é complexa. Somado a isso, há o incentivo de intermediários em alargar o *spread* dos ambientes de negociação sem restrições de concorrência, o que pode prejudicar a formação dos preços para o mercado em geral.

IV. Pagamento pelo Fluxo de Ordens

80. Documentos produzidos por reguladores estrangeiros demonstram que uma das principais fontes de conflito de interesses em um contexto em que a internalização de ordens é permitida está na prática de pagamento pelo fluxo de ordens de um intermediário para outro.

81. O fluxo de ordens de intermediário pode ser transferido a outro intermediário por diversas razões. Por exemplo, o intermediário que transfere as ordens pode não ter acesso direto a certos mercados em função de limitações regulatórias³⁹ ou operacionais, ainda que esteja autorizado a receber ordens de compra e venda de ativos negociados em tais mercados.

82. A literatura costuma chamar a transferência do fluxo de ordens de compra e venda por um intermediário para outro intermediário de *order preferencing* ou

³⁹ Até 2009, por exemplo, as distribuidoras de valores mobiliários no Brasil não podiam ter acesso direto a mercados organizados e seu fluxo de ordens era direcionado a entidades autorizadas a funcionar como corretoras. Por meio da Decisão Conjunta Bacen/CVM nº 17/2009, as distribuidoras foram autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, eliminando-se a principal diferença entre as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, que hoje podem realizar praticamente as mesmas operações. BANCO CENTRAL DO BRASIL; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão Conjunta Bacen/CVM nº 17, de 2009. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Bccvm17.asp>. Último acesso em 22.9.2024.

simplesmente *preferencing*.⁴⁰ O *preferencing* pode ser gratuito, quando, por exemplo, o intermediário encaminha as ordens para uma parte relacionada, ou ocorrer em troca de uma contrapartida monetária.

83. No entanto, a razão mais comum que justifica o direcionamento de ordens de um intermediário para outro é uma contrapartida, via de regra, financeira, casos em que o mecanismo é comumente referido como pagamento pelo fluxo de ordens ou *payment for order flow* ou, ainda, simplesmente PFOF.

84. NODA e DUTRA definem assim o PFOF: “[e]m síntese, em um arranjo de PFOF, as corretoras com ordens de clientes de varejo direcionam as ordens de compra e venda de seus clientes a um outro intermediário, i.e., um *market maker*, em troca de remuneração. Esta remuneração é viabilizada pelos melhores preços que o *market maker* consegue no mercado, residindo aqui uma das controvérsias sobre a sistemática: o ganho decorrente da diferença de preços não é necessariamente transferido para o cliente, mas retido pelo *market maker*, que, dessa forma, consegue remunerar a corretora pelo repasse das ordens de seus clientes.”⁴¹

85. Em tese, os clientes do intermediário se beneficiam indiretamente do arranjo porque os custos de execução das ordens, notadamente a corretagem, é subsidiada pelos valores pagos pelo intermediário que compra o fluxo de ordens. Essa é uma das razões pelas quais o modelo de corretoras que não cobram corretagem ou outras comissões de seus clientes de varejo se proliferou no mercado. MITTAL e BERKOW, explicam o fenômeno da seguinte forma:

⁴⁰ Nesse sentido: “*The Commission notes that in its broadest sense, the term preferencing refers to the direction of order flow by a broker-dealer to a specific market maker or specialist, independent of whether or not some form of affiliation or inducement for the direction of order flow exists between the broker-dealer and the market maker or specialist.*” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Report on the Practice of Preferencing, 1997. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/prefrep.htm#pt2> Último acesso em 30.9.2024.

Também, no mesmo sentido, é a doutrina: “*In its most general form, preferencing is the routing of order flow by a broker to some preferred dealer who commits to executing these orders at the prevailing best bid or offer.*” KLUGER, Brian D.; WYATT, Steve B. Preferencing, Internalization of Order Flow, and Tacit Collusion: Evidence from Experiments. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 37, n. 3, p. 449-469, 2002.

⁴¹ NODA, Margareth. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro. Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil*. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2023, p. 16.

“Think of market making as a simple business, where the product the market maker is selling is access to immediate liquidity. The price that a market maker charges for its goods is the NBBO spread, and its cost-of-goods sold is any corresponding adverse selection. To maximize profits, market makers work to maximize the quantity of goods sold times their profit margin. (...)”

Since they expect to retain the entire spread when interacting with this less-toxic retail flow, some market makers, also known as wholesalers, have side-stepped exchanges by going directly to retail brokers representing such flow. They offer a portion of their increased profit trading against retail flow to the retail broker who provided it as “payment for order flow” (PFOF). Over time, retail brokers began asking wholesalers to split PFOF into a smaller PFOF and a price improvement for retail investors, improving the optics of this arrangement since retail investors were getting better prices than were available on exchanges.”⁴²

86. Ainda que, em tese, o pagamento do fluxo de ordens possa reduzir os custos de execução e essa economia possa ser dividida com os investidores na forma de isenção de corretagem ou de incremento no preço, tal prática traz, de um lado, ao menos, duas preocupações a serem exploradas nas seções que seguem: (i) o conflito de interesses dos intermediários envolvidos; e (ii) a deterioração da formação de preços em mercado, já em parte explorada na Seção III acima.

87. De outro lado, estudos empíricos demonstram que a melhora do preço para os clientes, se existente, é marginal. Quem geralmente se apropria dessas economias são os próprios intermediários. Um estudo de 2022, que analisou os dois principais

⁴² Em uma tradução livre: “Considere a criação de mercado como um negócio simples, onde o produto que o market-maker está vendendo é o acesso à liquidez imediata. O preço que um market-maker cobra por seus produtos é o spread NBBO (National Best Bid and Offer), e seu custo de mercadoria vendida é qualquer risco de seleção adversa. Para maximizar os lucros, os market-makers trabalham para maximizar a quantidade de produtos vendidos vezes sua margem de lucro. (...) Como eles esperam reter todo o spread ao interagir com esse fluxo de varejo menos ‘tóxico’, alguns market-makers, também conhecidos como wholesalers, evitaram as bolsas, indo diretamente aos corretores de varejo que representam esse fluxo. Eles oferecem uma parte de seus lucros aumentados, negociando contra o fluxo de varejo, ao corretor de varejo que o forneceu, como payment for order flow. Com o tempo, os corretores de varejo começaram a pedir aos wholesalers que dividissem o PFOF em uma parcela menor de PFOF e uma melhora de preço para os investidores de varejo, melhorando a imagem desse acordo, já que os investidores de varejo estavam obtendo preços melhores do que os disponíveis nas bolsas.” MITTAL, Hitesh. BERKOW, Kathryn. The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow, BestEx Research, 2021, pp. 5-6. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow> Último acesso em 1.10.2024.

intermediários que realizam PFOF nos Estados Unidos, encontrou evidências de que, embora o PFOF possa gerar melhorias de preço, os conflitos de interesse frequentemente impedem que esses benefícios sejam repassados aos investidores, de forma que a transferência do fluxo de ordens frequentemente resulta na apropriação, pelos intermediários, das melhorias de preço na execução das ordens dos seus clientes.⁴³

i) *Conflito de interesses no PFOF*

88. Ainda em 1997, a SEC emitiu o *Report on the Practice of Preferencing* no qual, apesar de afirmar que o *preferencing* não seria necessariamente incompatível com o dever de melhor execução, chamou a atenção do mercado a respeito dos eventuais conflitos de interesses que surgem nessas situações quando há um incentivo financeiro (ou de outra natureza⁴⁴) para que intermediários direcionem o seu fluxo de ordens para um outro intermediário ou ambiente de negociação específico⁴⁵. Nesses casos, é possível,

⁴³ O estudo analisou ordens realizadas pelos dois principais intermediários dos Estados Unidos em termos de volume de ordens com arranjos de PFOF junto a *wholesalers*: TD Ameritrade e Robinhood. A pesquisa utilizou um experimento controlado randomizado para comparar a qualidade de execução entre essas corretoras, bem como entre diferentes *wholesalers*. A análise revelou que, mesmo quando as ordens eram executadas pelo mesmo *wholesaler*, a melhoria de execução para a TD Ameritrade foi significativamente superior àquela observada na Robinhood. Esse resultado sugere que a TD Ameritrade negocia acordos que resultam em maior melhoria de preço para seus clientes, enquanto a Robinhood tende a sacrificar essa melhoria em troca de maiores pagamentos pelo fluxo de ordens. Além disso, ao avaliar diferentes *wholesalers*, o estudo identificou importantes variações na melhoria de execução, o que evidencia que os acordos de PFOF entre corretoras e *wholesalers* desempenham um papel crucial na determinação da qualidade de execução. Em muitos casos, esses acordos permitem que os intermediários se apropriem das economias que deveriam ser repassadas aos clientes na forma de melhorias de preço. Assim, o estudo conclui que os arranjos de PFOF podem, e frequentemente o fazem, resultar na apropriação pelos intermediários das melhorias de preço na execução das ordens dos clientes. Para ver mais: LYNCH, Bradford. Price Improvement and Payment for Order Flow: Evidence from A Randomized Controlled Trial, 2022. Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4189658> Último acesso em 3.10.2024.

⁴⁴ A ASIC, regulador australiano, chama a atenção para os benefícios não monetários que podem advir do direcionamento do fluxo de ordens, como presentes, promoções no emprego, entre outros, os quais poderão também acarretar o conflito de interesses para o intermediário. “*Although not specifically prohibited in Rule 5.4B.1, non-monetary benefits may raise significant conflict of interest issues for a market participant when handling and executing orders*”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.552. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 30.9.2024.

⁴⁵ “*In recent years, the Commission has examined practices such as preferencing and other inducements to order flow and found that such practices are not necessarily inconsistent with best execution of*

senão provável, que o interesse do intermediário em auferir o incentivo financeiro oferecido pelo provedor de liquidez prejudique uma busca isenta pela melhor forma e local de executar as ordens de clientes.

89. A preocupação da SEC em 1997 se provou pertinente, embora não tenha evitado que, nos Estados Unidos de 2022, intermediários direcionassem mais de 90% das ordens de investidores de varejo para um pequeno grupo de seis *wholesalers* e, entre esses *wholesalers*, dois capturassem aproximadamente 66% das ordens de varejo.⁴⁶

90. Não por outra razão, conforme já explorado na Seção II acima, está em discussão proposta legislativa que impediria um centro de negociação com concorrência restrita, como é o caso de um intermediário que internaliza ordens, de executar internamente ordens de investidores de varejo a um preço, a menos que as ordens tenham sido primeiro expostas à concorrência nesse preço em um leilão operado por um centro de negociação de concorrência aberta.⁴⁷

91. A *Financial Conduct Authority* (“FCA”), reguladora do Reino Unido, em maio de 2012, emitiu o *Guidance on the practice of “Payment for Order Flow”* no qual afirmava que o PFOF cria conflitos de interesses entre o intermediário e seus clientes.⁴⁸

92. O regulador inglês prossegue afirmando que PFOF era provavelmente incompatível com as regras sobre incentivos existentes no mercado inglês, bem como que poderia haver risco de não cumprimento do dever de melhor execução, a não ser que

customer orders. Nevertheless, a broker-dealer that automatically routes order flow to a particular exchange has the responsibility to regularly and rigorously evaluate the executions received by customers in that market.”, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report on the Practice of Preferencing, 1997, p. 57. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/prefrep.htm> Último acesso em 22.9.2024.

⁴⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 7. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

⁴⁷ Esta é a Proposta SEC para Competição de Ordens. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, 2022, p. 1. Disponível em: Último acesso em 22.9.2024. <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

⁴⁸ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Guidance on the practice of “Payment for Order Flow”, 2012. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg12-13.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

o intermediário conseguisse demonstrar que o incentivo econômico recebido não comprometia sua busca pela melhor execução das ordens dos seus clientes.⁴⁹

93. Mais recentemente, em 2019, FCA elevou o seu tom, mantendo a posição sobre a existência de um conflito de interesses na prática de PFOF que, em sua opinião era potencialmente incompatível com o MiFID II, uma vez que tal regulação robustece os requerimentos de gestão de conflitos de interesses para intermediários⁵⁰ e que a maneira mais simples de prevenir que ocorram os conflitos de interesses decorrentes do PFOF seria simplesmente não realizar estes arranjos.⁵¹

94. A ASIC, regulador australiano, também demonstra especial preocupação com o pagamento pelo fluxo de ordens, apontando como incentivos relativos ao fluxo de ordens podem influenciar onde o intermediário executa a ordem de clientes, colocando em risco o cumprimento dos comandos que determinam que um intermediário busque a melhor execução das ordens proferidas por seus clientes.⁵²

⁴⁹ “As described below, we believe PFOF arrangements create a clear conflict of interest between the clients of the firm and the firm itself. Therefore, it is unlikely to be compatible with our inducements rule and risks compromising compliance with best execution rules.” Ibidem, p.1.

⁵⁰ “These payments create a conflict of interest between the firm and its clients. This is because they incentivise the firm to execute its clients’ orders with counterparties based on their willingness to pay commissions. A broker can make a financial gain at the expense of its clients and have an interest in a transaction that is contrary to its clients’ interests, which risks inferior execution outcomes and other potential consumer harms. PFOF makes it more likely that extra costs will be passed on to the broker’s client, through wider bid-ask spreads from market makers and other liquidity providers who agree to pay PFOF to attract order flow from brokers. While the impact of PFOF may not be visible in bid-ask spreads for each transaction, it is likely to affect aggregate spreads as liquidity providers need to account for the payments made to brokers. These hidden costs make the price formation process less transparent and efficient. They can also distort competition by forcing liquidity providers to use a ‘pay-to-play’ model. Brokers may concentrate order flow to specific liquidity providers, while avoiding others, which may lead to poorer outcomes for clients and reduce market integrity.” FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Payment for Order Flow, 2019, p.3. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/multi-firm-reviews/payment-for-order-flow-pfof.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

⁵¹ “In this context, when dealing with a direct, self-created conflict of interest which characterizes PFOF arrangements, the most straightforward method of complying with the updated rules (as is the case today in respect of the current rules), would be to prevent the conflict from arising in the first place – that is, by not entering into such arrangements at all.” Ibidem, p.4.

⁵² “Order flow incentives, such as volume rebates or rebates for certain types of orders, can influence how and where market participants direct client orders for execution. Directing orders in return for some benefit would represent a conflict of interest if the market participant was placing its own interests ahead of its client’s interests and therefore not achieving best execution. Such activity may result in a breach of Rule 3.8.1.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537,

95. A MIR, conforme redação vigente desde 2018, procura coibir a prática de pagamento para o fluxo de ordens⁵³. A regra não proíbe todas as formas de pagamento em dinheiro por fluxo de ordens, apenas aqueles em que o pagamento em dinheiro ao destinatário (pelo fluxo de ordens) é maior do que o custo para o destinatário (ou para seus clientes) de submeter esse fluxo de ordens.

96. Simplificando, a MIR proíbe a “comissão negativa”.⁵⁴ Essa regra impede a adoção de taxas de corretagem iguais a zero por intermediários que se beneficiem de arranjos de pagamento por fluxo de ordem e torna a prática muito menos atrativa sob o ponto de vista comercial.

97. Adicionalmente, a ASIC, entendendo que a regra acima pode ser contornada por benefícios não monetários, recomenda que o intermediário, quando estiver dando ou recebendo benefícios não monetários relativos às ordens dos clientes, deve: (a) garantir que não há impactos negativos no dever de melhor execução; (b) divulgar para os clientes detalhes de quaisquer incentivos oferecidos ou recebidos pelo participante do mercado de modo compreensível e preciso antes do serviço ser realizado; e (c) garantir que o incentivo melhore a qualidade do serviço oferecido ao cliente.⁵⁵

p.43. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 30.9.2024.

⁵³ “Part 5.4B prohibits, or otherwise seeks to restrict, order incentives in the form of cash payments for order flow. It applies when: (a) a market participant buys or sells client order flow (see RG 265.539 RG 265.541); (b) and payment for order flow occurs among other market intermediaries (see RG 265.542–RG 265.546).” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

⁵⁴ “Part 5.4B does not prohibit all cash payment for order flow arrangements, only those where the cash payment to the recipient (for the order flow) is greater than the cost to the recipient (or to their clients) of submitting that order flow. Put simply, it prohibits ‘negative commission’. For example, if the amount that the market participant pays a person for their client order flow is greater than the brokerage that the market participant charges that person, this is a ‘negative commission’ and it is prohibited under the rules”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

⁵⁵ Australian Securities & Investments Commission. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.554 “A market participant should consider

98. Por fim, a IOSCO já se manifestou sobre o tema, afirmando que quando há arranjos comerciais que incentivem a internalização ou o pagamento por fluxo de ordens, bem como impliquem em vantagens financeiras para os intermediários, tais arranjos poderiam incentivar os intermediários a buscar a maximização de seus interesses e não a melhor execução para seus clientes.⁵⁶

99. A análise do conflito de interesses gerado pelo pagamento pelo fluxo de ordens é agravada pelo fato de que os investidores de varejo tipicamente não são capazes de avaliar a qualidade do serviço prestado pelo intermediário, ao menos em relação à qualidade de execução de ordens, isto porque são pouco informados sobre a complexidade e os riscos envolvidos neste processo.

100. Mesmo quando reguladores impõem alguma transparência a respeito dos arranjos comerciais entre intermediários relativos ao PFOF, como vários o fazem, as informações fornecidas podem não ser compreendidas pelo investidor ou, pelo menos, não ser entendidas em sua completude.

101. Em outras palavras, é provável que o investidor médio não consiga inferir, ao ser informado a respeito do fato de que o intermediário executa ordens em uma determinada

the following circumstances when giving or receiving non-monetary benefits for handling and executing orders: (a) ensure there is no effect on the market participant's best execution obligations under Chapter 3 of the Securities Markets Rules and as discussed in Section G of this guide; (b) disclose to clients details of any incentives offered to and received by the market participant in a comprehensive, accurate and understandable way before the service is provided; and (c) ensure the incentive enhances the quality of the financial service provided to the client". Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

⁵⁶ "A related consideration for regulators in a fragmented market may be the impact on broker incentivization of commercial arrangements between brokers and market venues, including arrangements that are effectively internalisation through a wholly-owned or affiliated market making entity. Although the venue may guarantee to match the best available price in the market (and sometimes price improvement), these arrangements, whether or not accompanied by payment for order flow or soft commissions, may (notwithstanding best execution obligations) tend to weaken brokers' incentive to seek extensively for price improvement for their clients" INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Transparency and Market Fragmentation, 2001, p.18. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

plataforma ou *wholesaler* e que para isso recebe dinheiro desse ambiente de negociação, que tal arranjo possa prejudicar a busca pela melhor execução de suas ordens.⁵⁷

102. Adicionando à situação ainda mais complexidade, os reguladores americanos têm demonstrado preocupação com a combinação entre, de um lado, as novas tecnologias de gamificação no processo de negociação no mercado de capitais e, de outro, uma percepção errada do investidor de varejo de que ele está fazendo operações sem custo, uma vez que as taxas de corretagem tradicionais estão sendo subsidiadas pelos arranjos comerciais de PFOF.

103. A percepção dos investidores de que eles estão “jogando” no mercado de ações sem qualquer custo, em ambientes com personagens animados que celebram quando há ganhos, por exemplo, assim como ocorre nos jogos eletrônicos, pode fazer com que esses investidores negociem mais do que originalmente estariam propensos a negociar em plataformas mais tradicionais.⁵⁸

104. Esse fenômeno pode ser estimulado pelos intermediários que, em última instância, têm a intenção de vender o fluxo de ordens originado por esses clientes engajados em negociações gamificadas, tendo em vista que quanto maior for o fluxo de ordens, maior a remuneração do intermediário, a despeito das reais intenções, necessidades e perfil de cada investidor.

105. Em outra perspectiva, o PFOF gera conflitos não somente para quem vende o fluxo de ordem, mas também para quem o compra. Por uma questão lógica, a remuneração paga ao intermediário que repassa as ordens é viabilizada por alguma vantagem econômica que os intermediários que compraram devem obter.

106. Essa vantagem, em mercados que não admitem o cruzamento entre ordens do intermediário e de seus clientes, são economias de custos operacionais e emolumentos de ambientes de negociação, por exemplo. Mas, em mercados como o americano e

⁵⁷ Para uma discussão sobre o assunto ver: NODA, Margareth. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro. Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2023, pp. 20 e ss.

⁵⁸ Nesse sentido, ver: U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early, 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf> Último acesso em 3.10.2024.

muitos dos mercados europeus, em que se admite que os intermediários sejam contrapartes de seus clientes, é o acesso aos melhores preços que quem comprou o fluxo de ordens consegue na posição de contraparte que constitui uma vantagem econômica importante.

107. O conflito do intermediário que compra o fluxo de ordens já havia sido apontado pela IOSCO: “[i]n some markets, a significant degree of fragmentation is the result of brokers internalizing order-flow, particularly retail order-flow, by routing orders to their in-house trading desk or to an affiliated market maker. Some firms may also offer to pay retail brokers to route retail order flow to them for execution (‘payment for order flow’) in order to increase their profits from internalization and to gain favored access to information regarding likely market movements. This extends the brokers’ commercial involvement in the trade process, enabling them to share in the dealing as well as the broking profit.”⁵⁹

108. Como já foi explorado na Seção III acima, em resumo, em mercados fragmentados, o intermediário compra o fluxo de ordens do varejo para se apropriar do *spread* entre o melhor preço de venda e o melhor preço de compra disponíveis.

109. Em especial no mercado americano, embora exista um dever de melhor execução, tendo em vista as dificuldades da descoberta de preços nos diversos provedores de liquidez sem transparência pré negociação e de supervisão por parte dos reguladores e autorreguladores, o intermediário, na prática, pode executar as ordens de cliente igualando tais negócios ao preço do NBBO.

110. Neste tema, a SEC pondera que os intermediários geralmente não escolhem direcionar o seu fluxo de ordem para um *wholesaler* porque entendem que aquela instituição está disposta a oferecer o melhor preço para uma determinada ordem. Isto

⁵⁹ Em uma tradução livre: “[e]m alguns mercados, um grau significativo de fragmentação é resultado da internalização do fluxo de ordens pelos corretores, particularmente o fluxo de ordens de varejo, encaminhando ordens para suas próprias mesas de negociação ou para um formador de mercado afiliado. Algumas empresas também podem oferecer pagamento aos corretores de varejo para que direcionem o fluxo de ordens de varejo para elas, a fim de executar as operações (‘payment for order flow’), com o objetivo de aumentar seus lucros com a internalização e obter acesso privilegiado a informações sobre os prováveis movimentos do mercado. Isso amplia o envolvimento comercial dos corretores no processo de negociação, permitindo que compartilhem tanto o lucro da corretagem quanto o da intermediação.” INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Transparency and Market Fragmentation, November 2001, p. 9. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

ocorre porque os *wholesalers* não exibem nem indicam em tempo real os preços pelos quais estão dispostos a negociar com ordens de investidores individuais, impedindo que mesmo que intermediários façam esforços razoáveis para melhor executar a ordem dos clientes de varejo, eles sejam capazes de descobrir qual mercado ou instituição está efetivamente oferecendo o melhor preço de execução.⁶⁰

111. Assim, um *wholesaler* é escolhido por uma corretora para executar o seu fluxo de ordens por uma fórmula que depende da qualidade das execuções passadas desse *wholesaler* e de seu relacionamento com a corretora, que frequentemente envolve uma remuneração pelo direcionamento do fluxo de ordens.

112. Um artigo produzido por MACEY e O'HARA aponta os diversos problemas de conflito de interesses existentes no mercado americano: “[t]hese execution protocols raise serious incentive problems. First, the dealer has no incentive to actually set the ‘best’ quote since he receives the orders in any case. Moreover, by clearing orders at the NBBO, the dealer essentially captures the spread by executing submitted buy orders at the ask and submitted sell orders at the bid. Crossing orders at the midpoint, which would clearly improve execution costs for both buyers and sellers, need not occur. Perhaps more important, a competing dealer has no incentive to set a better price since he will not obtain the preferenced order flow. The end result can be that quotes and prices remain above the level that would prevail in the absence of preferencing.”⁶¹

113. Como identificado pelos autores e reconhecido pela SEC na discussão sobre conflito de interesses explorada na Seção II acima, os intermediários que comprem as ordens não têm qualquer incentivo para melhor executar as ordens dos clientes de

⁶⁰U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496, 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

⁶¹ Em uma tradução livre: “Esses protocolos de execução de ordens levantam sérios problemas de incentivos. Primeiro, o dealer (formador de mercado) não tem incentivo para realmente definir a melhor cotação, pois ele recebe as ordens de qualquer maneira. Além disso, ao liquidar as ordens no NBBO (National Best Bid and Offer), o dealer essencialmente captura o spread, executando ordens de compra no preço de venda (ask) e ordens de venda no preço de compra (bid). Atravessar ordens no ponto médio, o que claramente melhoraria os custos de execução tanto para compradores quanto para vendedores, não precisa ocorrer. Talvez mais importante, um dealer concorrente não tem incentivo para oferecer um preço melhor, já que ele não receberá o fluxo de ordens preferenciado. O resultado final pode ser que as cotações e os preços permaneçam acima do nível que prevaleceria na ausência do preferenciamento.” MACEY, Jonathan R. O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, v.6, 1997, pp. 188-223, p. 213.

terceiros porque eles receberão essas ordens de qualquer maneira tendo em vista os arranjos comerciais que existem com esses terceiros.

114. Adicionalmente, considerando que tais ordens sejam executadas pelo NBBO, há dificuldades bastante concretas para desafiá-las porque a informação do mercado é fragmentada e é árdua a missão de comprovar que haveria uma maneira mais benéfica para o cliente de fechar o negócio.

115. No mesmo sentido, estudo de BATTALIO, CORWIN e JENNINGS, publicado no *The Journal of Finance*, concluiu que o direcionamento do fluxo de ordens baseadas primariamente em benefícios para o intermediário – como o caso do PFOF – são inconsistentes com o dever de melhor execução⁶² porque a análise verificou que as ordens direcionadas para os locais de negociação que ofereciam os mais altos rebates de liquidez tinham menor qualidade de execução da ordem.⁶³ Assim, o estudo demonstra empiricamente, ainda que para o mercado norte-americano e com foco em um tipo específico de contrapartida, a correlação negativa entre o valor da taxa recebida pelo intermediário e a qualidade da execução das ordens de clientes.⁶⁴

⁶² “Despite these caveats, our results suggest that order routing decisions have an important impact on limit order execution quality and that routing decisions based primarily on rebates/fees are inconsistent with best execution. For limit order traders, there are significant opportunity costs associated with routing all nonmarketable limit orders to a single venue offering the highest liquidity rebates. We therefore conclude that brokers cannot have it all.” BATTALIO, Robert; CORWIN, Shane A.; JENNINGS, Robert. Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 5, p. 2193–2238, 2016, p. 2232.

⁶³ “Overall, we document a strong negative relation between take fees and several measures of limit order execution quality. Based on this evidence, we conclude that the decision of some national brokerages to route all nonmarketable limit orders to a single exchange paying the highest rebate is not consistent with the broker’s responsibility to obtain best execution.” Ibidem, p. 2197.

⁶⁴ Os rebates de liquidez (“liquidity rebates”) são incentivos oferecidos por mercados ou bolsas a intermediários que fornecem liquidez ao mercado. Isso acontece quando um intermediário coloca uma ordem limitada que não é imediatamente executada, mas permanece no livro de ordens, à espera de uma contraparte para realizar a transação. Esse tipo de ordem fornece liquidez ao mercado, e o rebate é uma compensação para o intermediário por oferecer essa liquidez. Para saber mais, ver: SEC Market Structure Advisory Committee. Memorandum on Maker-Taker Fees on Equities Exchanges, 2015. Disponível em: <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf> Último acesso em 30.9.2024.

ii) *A deterioração de preço*

116. Conforme já discutido na Seção III acima, a fragmentação de mercado e a internalização de ordens, por si só, já tem um potencial de prejudicar a formação de preços em mercado públicos. No entanto, conforme discutido na Proposta SEC para Competição de Ordens, essa deterioração pode ser agravada pelos efeitos do PFOF sobre a competitividade entre intermediários no mercado de ordens. Para o regulador, a natureza bilateral do modelo de negócios dos *wholesalers* restringe a concorrência simultânea entre *wholesalers*.

117. Em outras palavras, uma vez que o *wholesaler* recebe o fluxo de ordens, ele não sofre concorrência alguma e geralmente executa virtualmente todo o fluxo de ordens internamente, sem oferecer qualquer oportunidade para que outros participantes do mercado, incluindo investidores institucionais, concorram para oferecer preços mais favoráveis para as ordens.⁶⁵

118. Segundo a SEC, o atual isolamento dessas ordens de varejo leva a um nível de preço subótimo, conhecido como “*short-fall*” competitivo estimado em 1,08 *basis point* por dólar executado por *wholesaler* nos Estados Unidos.⁶⁶

119. Além dessa falha competitiva apontada pelo regulador, o isolamento das ordens de investidores individuais nos *wholesalers* impede que outros investidores tenham a oportunidade de negociar com esse fluxo de baixo custo. Investidores institucionais que atualmente submetem suas próprias ordens a bolsas de valores poderiam potencialmente negociar a preços melhores se tivessem a oportunidade de interagir com as ordens de investidores de varejo em leilões justos e abertos.⁶⁷

120. Nesse ponto, é importante mencionar que há doutrina corroborando a perspectiva do regulador ao discutir em que medida esses arranjos comerciais para o pagamento de fluxo de ordens podem gerar problemas de competitividade no mercado, uma vez que intermediários não teriam incentivos para oferecerem melhores cotações

⁶⁵U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, pp. 8-9. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

⁶⁶*Ibidem*, pp. 9-10.

⁶⁷*Ibidem*, pp. 10.

aos investidores, visto que não receberiam, de toda forma, essas ordens por conta dos arranjos de PFOF. Para esses autores, os intermediários teriam incentivos de “acompanhar” uns aos outros, ajustando seus *spreads* de maneira menos agressiva, o que resultaria em preços menos competitivos.⁶⁸

121. De acordo com a SEC, a análise de dados sugere que abrir as ordens de investidores de varejo para uma concorrência ordem por ordem levaria a preços significativamente melhores para esses investidores. Em um mercado totalmente competitivo, a SEC espera que a concorrência entre provedores de liquidez impulse o nível de melhoria de preço que uma ordem recebe.⁶⁹

122. Outros participantes do mercado defendem que investidores de varejo poderiam se beneficiar mais de uma estrutura de mercado alternativa que não envolvesse acordos privados entre corretores de varejo e *wholesalers*. MITTAL e BARKOW, por exemplo, argumentam que há uma liquidez substancial escondida dentro do NBBO, de forma que intermediários que fornecem serviços de execução para investidores institucionais frequentemente localizam tal liquidez para melhorar a execução da ordem desses investidores. Essa liquidez escondida também poderia melhorar a execução de ordens vindas do varejo.⁷⁰

123. Mas, mais importante, MITTAL e BARKOW argumentam que o *spread* do NBBO poderia ser reduzido em até em 25% se o fluxo de ordens de varejo fosse movido para as bolsas e a assimetria de informações entre os *wholesalers* e os demais participantes do mercado fosse eliminada, melhorando a qualidade na formação dos preços em mercado com concorrência irrestrita: “[i]f retail volume were traded on exchanges instead of being received directly by wholesalers, the net adverse selection faced by limit orders on exchanges would be the weighted average of adverse selection from the two types of flow. Using the numbers discussed above, the expected reduction in adverse selection would be

⁶⁸ KLUGER, Brian D.; WYATT, Steve B. Preferencing, Internalization of Order Flow, and Tacit Collusion: Evidence from Experiments. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 37, n. 3, p. 449-469, 2002.

⁶⁹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 10. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

⁷⁰ MITTAL, Hitesh. BARKOW, Kathryn. The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow, BestEx Research, 2021, pp. 5-6. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow> Último acesso em 1.10.2024.

over 25%, implying that the NBBO spreads would decline proportionally given their linear relationship—also by over 25%.⁷¹

124. Em outras palavras, a possibilidade de que intermediários internalizem ordens é frequentemente justificada pelo fato de que esses intermediários poderiam concorrer com outros ambientes de negociação. Essa concorrência, por sua vez, seria um vetor da redução de custos de transação arcados por investidores e melhora os serviços prestados pelo intermediário em mercado.

125. No entanto, arranjos como os PFOF impedem que tal concorrência efetivamente ocorra, uma vez que o fator preponderante de onde executar as ordens do cliente passa a ser a vantagem financeira do intermediário relativa ao pagamento feito pelo *wholesaler* pelo direcionamento do fluxo de ordens de clientes. O ambiente desses *wholesalers* também não gera qualquer competição, uma vez que os negócios são fechados entre clientes de varejo e a carteira própria dos *wholesalers*.

126. Enfim, a estrutura do mercado americano, tal como funciona hoje, gera potencialmente menos competição no mercado de ordens de clientes do que uma estrutura centralizada.

iii) O pagamento pelo fluxo de ordens no Brasil

127. Como bem apontado pela CVM no Estudo AIR, o pagamento pelo fluxo de ordens não é vedado no Brasil. Ele é, contudo, observado com cautela dado o potencial para criar distorções na relação fiduciária entre intermediário e cliente e, por tal razão, a CVM cerca tal prática de salvaguardas.

128. O PFOF passou a ser permitido no Brasil em 2019 com a introdução das ofertas *Retail Liquidity Provider* (“Ofertas RLP”), espécie de oferta que somente pode ser emitida

⁷¹ Em tradução livre: “[s]e o volume de varejo fosse negociado nas bolsas de valores em vez de ser recebido diretamente pelos intermediários, a seleção adversa líquida enfrentada pelas ordens limitadas nas bolsas seria a média ponderada da seleção adversa dos dois tipos de fluxo. Usando os números discutidos acima, a redução esperada na seleção adversa seria superior a 25%, o que implica que os spreads do NBBO diminuiriam proporcionalmente, também em mais de 25%, dado o relacionamento linear entre eles.” MITTAL, Hitesh. BERKOW, Kathryn. *The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow*, BestEx Research, 2021, pp. 5-6. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow> Último acesso em 10.10.2024.

por um intermediário participante da B3 e terá necessariamente como contrapartes clientes de varejo, próprios ou de outros intermediários, cujo fluxo de ordens tenha sido adquirido.⁷² Suas características essenciais são, portanto: emissão por intermediários, com um cliente de varejo como contraparte necessária, tal cliente pode ser originalmente deste intermediário ou ter sido cedido por um outro intermediário, e funcionamento apenas no sistema operacional da B3. O cliente deve autorizar o uso sistemático das Ofertas RLP para execução de suas ordens.

129. A Oferta RLP indica apenas a quantidade de compra ou venda e o ativo a ser negociado, uma vez que o preço é continua e automaticamente ajustado pelo sistema de negociação da B3 para o melhor preço de venda ou o melhor preço de compra constante do livro do mercado aberto.

130. Embora o modelo de Ofertas RLP brasileiro seja diferente da internalização típica encontrada em outros países, ele mantém a principal característica do pagamento pelo fluxo de ordens que é, de um lado, permitir que o intermediário seja remunerado pelo direcionamento do fluxo de ordens para um provedor de liquidez fora do mercado principal. E, de outro lado, permitir que o intermediário se aproprie do *spread* entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda de ordens emitidas pelos seus clientes ou por clientes do intermediário que tenha lhe transferido o fluxo de ordens.

131. Conforme já explorado na Seção II acima, a Resolução CVM n° 134, de 2021, alterou a Resolução CVM n° 35, de 2021 em alguns pontos específicos, em especial, ela modifica aqueles comandos que estabelecem o conceito de dever de melhor execução, alinhando o arcabouço brasileiro àquele adotado no direito continental europeu.

132. Além dos comandos já discutidos no presente trabalho, o art. 31 da Resolução CVM n° 35, de 2021, com a redação dada para a Resolução CVM n° 134, de 2021, impede que o intermediário considere, para fins de decisão que proporcione a melhor execução, eventuais benefícios de qualquer natureza que não sejam repassados aos clientes.

133. Assim como em outras jurisdições, o comando não impede que existam acordos comerciais para a transferência do fluxo de ordens, mas esclarece que tais acordos não

⁷² NODA, Margareth. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro. Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2023, p. 29.

podem colocar em risco a melhor execução para o cliente. Ainda não há estudos empíricos que possam comprovar a eficácia das regras de melhor execução no longo prazo *vis-à-vis* os incentivos comerciais para a venda do fluxo de ordens no Brasil.

V. Assimetria Informacional decorrente da Internalização de Ordens

134. Finalmente, o terceiro conflito de interesses potencialmente gerado no processo de internalização de ordens diz respeito às vantagens que um intermediário adquire quando tem acesso privilegiado a informações sobre as ordens de seus clientes que outros participantes do mercado não podem enxergar.

135. Em um mercado em que todas as ordens são direcionadas para ambientes de negociação com transparência pré e pós negociação, embora intermediários recebam ordens de seus clientes, tais ordens são quase que imediatamente transferidas para livros cujas informações podem ser acessadas por todos os participantes desses mercados.

136. No entanto, em um ambiente com internalização, as informações sobre uma parte significativa das ordens existentes no mercado ficam restritas ao intermediário que recebeu tais ordens, seja por clientes próprios ou pelo fluxo que veio de terceiros com os quais tenha arranjos comerciais. Isso gera uma assimetria entre o intermediário que internaliza as ordens, seus clientes e os demais participantes do mercado.

137. Em outras palavras, esse intermediário tem à sua disposição informações dos mercados públicos e também de seus próprios clientes ou de clientes de terceiros dos quais compra o fluxo de ordem, o que pode representar uma vantagem competitiva em relação aos demais participantes de mercado, uma vez que seus movimentos de mercado podem ser construídos com base numa gama maior de informações.

138. Em 2013, a ASIC, regulador australiano, iniciou um debate para revisar as MIR, com o objetivo de atualizar tópicos relativos ao uso de tecnologia, *high frequency trading*, internalização de ordens e negociações sem transparência pré-negociação (opacas ou *dark*), cujo uso massivo vinha levantando questões sobre a qualidade e integridade do mercado australiano. Para tanto, o regulador divulgou Relatório ASIC 331, em março de 2013, que compilou os resultados de pesquisas e debates desenvolvidos por dois grupos

de trabalhos, um sobre *dark liquidity* e outro sobre *high frequency trading*, além de expor propostas que ao fim foram implementadas nos anos de 2017 e 2018.

139. Um dos conflitos de interesses dos intermediários no contexto de internalização de ordens apontados pelo Relatório ASIC 331 estava justamente ligado à vantagem informacional que um intermediário obtém sobre outros participantes e investidores porque possui informações privadas sobre as intenções de negociação dos clientes.

140. O regulador australiano estava preocupado em estabelecer mecanismos para garantir que o intermediário não pudesse usar essas informações em seu próprio benefício ou em benefício de outro cliente. Isto porque, em sua opinião, se esses conflitos não forem geridos adequadamente, há o risco de que o intermediário possa extrair lucros de clientes que fazem pedidos relativamente menos informados – a isso, a ASIC chamou de *cream skimming*.

141. A modalidade mais conhecida de *cream skimming* é a possibilidade de escolha das ordens contra as quais o intermediário quer negociar. Em outras palavras, intermediários que internalizam ordens, via de regra, podem escolher que ordens serão internalizadas e negociadas contra sua própria carteira e quais ordens seguirão para execução em mercados públicos com concorrência irrestrita. Desta forma, eles se aproveitam daquelas ordens menos informadas⁷³ e com as quais conseguem obter lucro e enviam para os mercados tradicionais as ordens que não interessam ao intermediário em questão.

142. Conforme Relatório Final dos Princípios para *Dark Liquidity*, a IOSCO já demonstrou preocupação com o tema, ressaltando que a intenção de se beneficiar do

⁷³ “Because retail investors are typically less well-informed than professional or institutional investors, retail order flow is very desirable to wholesale market makers. Their information advantage means that they can preference those retail orders that are on the wrong side of the market (that is, against the direction of expected market movements in the short-term and hence profitable to the market maker) and route any other orders to other market centers. This practice has also been referred to as “cream skimming” in academic literature (see Section 4 for further discussion).” CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality, Outubro de 2012, p. 16. Disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.ashx> Último acesso em 1.10.2024.

spread entre ofertas pode levar o intermediário a escolher contra quais ordens irá operar, preterindo as ordens que lhe forem menos favoráveis.⁷⁴

143. A ocorrência de *cream skimming* em mercados fragmentados foi demonstrada em estudo empírico realizado com ações de empresas holandesas.⁷⁵ Os autores concluíram: “[t]he negative impact of dark trading is consistent with a ‘cream-skimming’ effect, where the dark markets mostly attract uninformed order flow which in turn increases adverse selection costs on the visible markets. More generally, our results imply that the type of trading venue determines the overall costs and benefits of competition between trading venues.”⁷⁶

144. Mas, não é só desta maneira que intermediários podem se aproveitar da assimetria informacional obtida em uma estrutura que permite que intermediários internalizem ordens de clientes sem transparência pré-negociação. Todos os participantes de mercado podem escolher precificar suas ordens com base em informações públicas ou com base em uma combinação de informações públicas e informações privadas.

⁷⁴ “This exists where customer flow interacts with proprietary trading flow from the trading desks of the operator of the dark pool. Effectively it means that the operator of a dark pool can choose which part of the available liquidity in the dark pool he can trade against and which parts he lets interact with other orders (or send to other venues), depending on whether he can pocket an easy profit. In practice this can mean that the operator of a dark pool uses his proprietary order flow to „scalp” the customer flow in the dark pool by capitalizing on the spread between the bid and the offer (and where the reverse trade can actually take place on dark pool as well as on any lit markets). This is typical internalization and creates possibly a conflict of interest to clients.”, p. 5 do Public Comment da Optiver. Issues Raised by Dark Liquidity, 11 February 2011, in INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity, Final Report, May 2011.: Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁷⁵ Os autores escolheram analisar as ações holandesas porque foram das primeiras a se tornarem fragmentadas na Europa após a implementação da MiFID I, que introduziu novas regulamentações sobre a concorrência entre plataformas de negociação.

⁷⁶ Em tradução livre: “O impacto negativo das negociações em mercados opacos (*dark trading*) é consistente com o efeito de ‘cream-skimming’, onde os mercados opacos atraem, principalmente, fluxos de ordens não informadas, o que, por sua vez, aumenta os custos de seleção adversa nos mercados visíveis. De maneira mais geral, nossos resultados implicam que o tipo de local de negociação determina os custos e benefícios gerais da competição entre esses locais de negociação.” DEGRYSE, Hans. JONG, Frank de. KERVEL, Vincent van. The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality, Janeiro de 2014, p. 30. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1815025 Último acesso em 1.10.2024.

145. O uso de informações públicas leva à descoberta natural de preços dos ativos na medida que todos os participantes do mercado reagem às novas informações públicas o mais rápido possível para não serem prejudicados por outros participantes que estejam processando as mesmas informações. No entanto, informações sobre preços e volumes de um fluxo de ordens podem ser uma informação relevante e estratégica que, combinada com outras informações públicas, tendem a dar uma vantagem para o intermediário que as possui.

146. MITTAL e BERKOW explicam que intermediários com informações privadas (direcionamento das ordens de seus clientes) podem ter uma vantagem sobre outros participantes do mercado que não têm acesso a essas informações, pois podem precificar suas cotações de forma mais eficiente do que os demais, antecipando movimentos do mercado.⁷⁷

147. Os autores usam como exemplo o caso de um intermediário que, com base em informações privadas geradas pelos fluxos de ordens que só ele tem acesso, acredita que o preço vai cair. Nessa situação, ele cotará sua oferta nos ambientes de negociação com concorrência irrestrita abaixo do preço da melhor oferta de compra, se aproveitando dessa tendência de baixa, e outros participantes do mercado provavelmente colocarão suas ordens pelo preço da melhor oferta de compra. Com o tempo, essa vantagem informacional pode fazer com que outros participantes do mercado que dependem exclusivamente de informações públicas e que, portanto, estão em constante desvantagem em relação àqueles que tem acesso a informações de fluxos de ordens opacos saiam de certos negócios, como a função de formadores de mercado.

⁷⁷ “Wholesaling market makers are not making markets to retail investors in a vacuum; the same wholesalers are also the largest market makers trading on exchanges. Wholesalers, by virtue of being sole participant trading against retail order flow, have a wealth of private information giving them a significant edge over other market makers on public exchanges. The private information itself is not obtained nefariously, as wholesalers are entitled to use information about the order flow they receive to predict the direction of future order flow and prices. Given the amount of private information they have and the role they play in public exchanges, the concentration of the large wholesalers is concerning. Analysis of wholesalers’ Rule 605 Reports shows that the five largest wholesalers traded volume against retail brokers is 47% of the total volume traded across all sixteen exchanges during continuous market hours¹⁷. The largest wholesaler—Citadel—controlled 50% of the total flow from the top five, while the second largest—Virtu—controlled another 26%.” BESTEX RESEARCH. The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow, Maio de 2021, pp. 14-15. Disponível em <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow> Último acesso em 1.10.2024.

148. Este conflito já foi objeto de atividade sancionadora da SEC. Os casos envolviam intermediários operadores de *dark pools*, inclusive grandes instituições financeiras.⁷⁸ Um dos casos mais notórios envolveu o Credit Suisse Securities (USA) LLC que, em 2016, realizou acordo com a SEC em que pagou um total de US\$84,3 milhões de dólares por problemas na operação de seu *dark pool*, dentre os quais se incluía o mal uso das informações confidenciais às quais tinha acesso naquele ambiente.⁷⁹

149. Os casos de conflitos gerados pela assimetria informacional, portanto, não são somente de um problema em tese, tendo os estudos empíricos conduzidos por acadêmicos e reguladores e os casos de *enforcement* da SEC demonstrado tratar-se de um problema bastante concreto.

150. Pensando na mitigação deste conflito, a ASIC recomenda que todos os intermediários segreguem, de forma física e tecnológica, as funções relacionadas à operacionalização da internalização de ordens e que, portanto, têm acesso a informações privilegiadas daquelas equipes que são responsáveis pelas decisões de investimento com a carteira própria do intermediário. A ASIC considera que os conflitos de interesse nesses casos são muito grandes para serem gerenciados apenas por meio de métodos tradicionais como divulgação dos conflitos ou controles internos.⁸⁰

⁷⁸ Outros casos em que houve punição pela SEC em razão de problemas no uso da informação confidenciais por intermediários que disponibilizavam ambientes de *dark pools*, foram analisados no artigo de Allison Hintz, que discutiu o caso do Pipeline Trading Systems LLC e da eBX LLC (Level ATS). Para saber mais, ver: HINTZ, Allison. Lost in the Dark: An Analysis of the SEC's Regulatory Response to Dark Pools. DePaul Business and Commercial Law Journal, v. 13, 2015.

⁷⁹ Para saber mais sobre o caso e sobre outros casos envolvendo *dark pools* na SEC, ver: o Press Release disponibilizado pela SEC em 20.2.2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2016-16> Último acesso em 1.10.2024

⁸⁰ “We consider the conflicts of interest for staff with dual roles that have access to unexecuted order information is too great to be managed through traditional methods such as disclosure or controls. This is particularly the case for active facilitation and, in most circumstances, merely disclosing the conflict and imposing internal controls will be inadequate.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015, p. 60. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

VI. Considerações Finais

151. Com base no exposto acima, conclui-se:

- i) o processo de decidir como melhor executar uma ordem recebida por um intermediário implica tempo e custos; quanto mais fragmentado for o mercado no qual esse intermediário atua e, portanto, quanto mais opções de execução existirem, mais custoso será o processo de descobrir qual é a melhor maneira de executar uma ordem;
- ii) há situações em que os interesses do próprio intermediário podem ser contrapostos aos interesses dos seus clientes e, assim, a escolha do melhor local ou sistema de negociação ou da melhor forma de executar as ordens pode ser comprometida;
- iii) embora a natureza desses problemas (custos de descobrir a melhor forma de executar e conflitos de interesses entre intermediários e clientes) surjam por razões diferentes, a regulação tende a lidar com eles impondo aos intermediários o dever de melhor executar as ordens recebidas de seus clientes;
- iv) os três conflitos de interesse mais comuns gerados pelo processo de internalização de ordens ocorrem quando: (a) o intermediário atua como contraparte das ordens emitidas por clientes; (b) o intermediário recebe pagamento para direcionar o fluxo de ordens dos seus clientes para um terceiro, em geral, outros intermediários; e (c) o intermediário se aproveita de informações privilegiadas relativas às ordens emitidas por seus clientes;
- v) o primeiro e mais óbvio conflito de interesses em mercados que admitem a internalização de ordens diz respeito à situação na qual um intermediário executa ordens de seus clientes contra a sua própria carteira, o que coloca a vantagem econômica do intermediário na respectiva operação em oposição aos interesses do cliente de maximizar o preço pelo qual negocia seus ativos;
- vi) essa situação de conflito é potencializada pela dificuldade de monitoramento dos clientes e dos reguladores, uma vez que os ambientes em que essas

ordens estão são opacos e a compreensão do mercado é complexa, bem como pelo incentivo aos intermediários em alargar o *spread* dos ambientes de negociação sem restrições de concorrência, o que pode prejudicar a formação dos preços para o mercado em geral;

- vii) o segundo conflito de interesses de intermediários comum em jurisdições que admitem a internalização de ordens se dá no contexto do PFOF, que se trata de um arranjo comercial em que um intermediário com ordens de clientes de varejo direciona esse fluxo de ordens em troca de remuneração;
- viii) os interesses financeiros gerados pelo PFOF podem incentivar os intermediários a buscar a maximização de seus lucros e não a melhor execução das ordens emitidas por seus clientes, uma vez que a escolha de como executar uma ordem é previamente feita pelo intermediário de acordo com esses arranjos comerciais e não de acordo com a melhor oferta quando tal ordem é efetivamente recebida;
- ix) os reguladores americanos têm demonstrado preocupação com a combinação entre, de um lado, as novas tecnologias de gamificação no processo de negociação no mercado de capitais e, de outro, uma percepção errada do investidor de varejo de que ele está fazendo operações sem custo, uma vez que as taxas de corretagem têm sido subsidiadas por arranjos comerciais de PFOF, e a percepção dos investidores de que eles estão “jogando” no mercado de ações sem qualquer custo pode fazer com que esses investidores negociem mais do que originalmente estariam propensos a negociar em plataformas mais tradicionais;
- x) o PFOF associado à internalização gera uma falha competitiva no mercado de ordens uma vez que o *wholesaler* recebe o fluxo de ordens e não sofre qualquer concorrência para executar todo esse fluxo; tal intermediário está livre para fechar os negócios com todas as ordens que desejar e enviar o excedente, se houver, para mercados com competição irrestrita. Dados do mercado americano demonstram que grande parte das ordens de varejo são executadas em ambientes não competitivos e opacos e que essa falha competitiva seria responsável pela deterioração de preços em mercados competitivos e também pelo aumento no *spread* do NBBO;

- xi) a análise de dados sugere que abrir as ordens de investidores de varejo para uma concorrência ordem por ordem no mercado americano levaria a preços significativamente melhores para esses investidores; alguns consultores estimam que o *spread* do NBBO cairia em até 25% em mercados sem a internalização;
- xii) o terceiro conflito de interesses potencialmente gerado no processo de internalização de ordens diz respeito às vantagens que um intermediário adquire quando tem acesso privilegiado a informações sobre as ordens de seus clientes às quais outros participantes do mercado não podem enxergar;
- xiii) de um lado, esse acesso privilegiado a informações viabiliza o *cream skimming*, que é a possibilidade de escolha das ordens contra as quais o intermediário quer negociar e, de outro, o acesso a informações sobre preços e volumes de um fluxo de ordens pode ser uma informação relevante e estratégica que, combinada com outras informações públicas, tende a dar uma vantagem para o intermediário que as possui em decisões relacionadas a sua própria carteira. Com o tempo, essa vantagem informacional pode fazer com que alguns participantes que dependem exclusivamente de informações públicas saiam de certos negócios, como a função de formadores de mercado; e
- xiv) há reguladores que recomendam que todos os intermediários segreguem, de forma física e tecnológica, as funções relacionadas à operacionalização da internalização de ordens e que, portanto, têm acesso a informações privilegiadas, daquelas equipes que são responsáveis pelas decisões de investimento com a carteira própria do intermediário.

* * *

ANEXO I - DOCUMENTOS REVISTOS

I. Documentos emitidos pela IOSCO

i) *Transparency and Market Fragmentation*

1. O relatório sobre transparência e fragmentação de mercado emitido pela IOSCO em novembro de 2001 reúne informações sobre a natureza da fragmentação e dos arranjos de transparência nos países membros da IOSCO e aborda questões de transparência que surgem a partir da fragmentação dos mercados, inclusive relativas à internalização de ordens.

2. O documento afirma que, em mercados fragmentados, o conflito de interesses pode surgir da relação entre o intermediário e os diferentes locais de negociação, especialmente quando há arranjos comerciais que incentivam a internalização ou o pagamento por fluxo de ordens. Tais arranjos, quando implicarem em vantagens financeiras ao intermediário, poderiam incentivá-los a buscar a maximização de seus interesses e não a melhor execução para seus clientes.⁸¹

3. O documento aponta ainda como alguns intermediários que internalizam ordens podem pagar para outros intermediários que atuam no varejo direcionarem suas ordens a eles, a fim de aumentar seus lucros a partir da internalização e ter acesso a informações sobre movimentações de mercado. Isso demonstra que também há um conflito de interesses em relação aos corretores que não internalizam suas carteiras, uma vez que eles poderiam “vender” a execução das ordens para aumentar seu lucro no processo, mesmo que eles não internalizem ordens diretamente.⁸²

⁸¹ “A related consideration for regulators in a fragmented market may be the impact on broker incentivization of commercial arrangements between brokers and market venues, including arrangements that are effectively internalisation through a wholly-owned or affiliated market making entity. Although the venue may guarantee to match the best available price in the market (and sometimes price improvement), these arrangements, whether or not accompanied by payment for order flow or soft commissions, may (notwithstanding best execution obligations) tend to weaken brokers’ incentive to seek extensively for price improvement for their clients”, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Transparency and Market Fragmentation, November 2001: p. 18. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁸² “In some markets, a significant degree of fragmentation is the result of brokers internalizing order-flow, particularly retail order-flow, by routing orders to their in-house trading desk or to an affiliated

4. As soluções propostas pela IOSCO para os potenciais conflitos de interesse na execução de ordens internalizadas são que reguladores exijam que intermediários: (i) monitorem múltiplos centros de negociação continuamente; e (ii) divulguem suas práticas de ordens e ofereçam relatórios transparentes sobre a qualidade na execução.

5. No entanto, a transparência por si só não é suficiente para garantir que a concorrência entre os provedores de serviços de execução de negociações ofereça uma formação de preços de maior qualidade para os usuários do mercado. Para garantir que a concorrência traga benefícios para o mercado como um todo, a IOSCO recomenda que os reguladores precisem revisar outros fatores, como o acesso ao mercado, prioridade temporal, regras de manuseio de ordens e informações sobre preços de referência.

ii) Issues Raised by Dark Liquidity e Principles for Dark Liquidity

6. O *Consultation Report on the Issues Raised by Dark Liquidity*⁸³, datado de outubro de 2010, subsidiou consulta pública realizada pela IOSCO entre 2010 e 2011 no tema de *dark pools* e *dark liquidity*; e o relatório final sobre o tema, intitulado *Principles for Dark Liquidity*, foi publicado em maio de 2011, após a consulta pública⁸⁴.

7. A consulta pública tem origem no fato de que o Comitê Técnico da IOSCO identificou uma série de questões relacionadas ao uso de *dark pools* e ordens ocultas em mercados transparentes. Em especial, o Comitê menciona: (i) o impacto no processo de descoberta de preços quando há um número importante de ordens ocultas ou ordens enviadas para *dark pools* que podem ou não ser publicadas; (ii) impacto da potencial

market maker. Some firms may also offer to pay retail brokers to route retail order flow to them for execution ('payment for order flow') in order to increase their profits from internalization and to gain favored access to information regarding likely market movements. This extends the brokers' commercial involvement in the trade process, enabling them to share in the dealing as well as the broking profit." INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Transparency and Market Fragmentation, November 2001, p. 9. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁸³ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Consultation Report on the Issues Raised by Dark Liquidity. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁸⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

fragmentação nas buscas por informações e liquidez; e (iii) o impacto na integridade do mercado devido a possíveis diferenças no acesso aos mercados e às informações.

8. Para a IOSCO a integridade dos mercados está intimamente ligada à proteção dos investidores e, em particular, à prevenção de práticas de negociação inadequadas. Por isso, as estruturas de mercado não devem favorecer indevidamente alguns usuários em detrimento de outros. Assim, a regulamentação a respeito do manuseio de ordens deve ter como objetivo garantir que os investidores tenham acesso justo às instalações de mercado e às informações de mercado e de preços. A regulamentação também deve promover práticas de mercado que assegurem o tratamento justo das ordens e um processo de formação de preços confiável.

9. A consulta pública aborda o conflito de interesses de intermediários sob o aspecto informacional, apontando a necessidade de divulgação de políticas e procedimentos que dê clareza a respeito de quem acessa as informações nos *dark pools*, tendo as pessoas ciência dos riscos inerentes ao mercado.⁸⁵

10. Os trabalhos e discussões da audiência pública acima resultaram em um relatório final sobre Princípios para *Dark Liquidity*. Nele, a IOSCO estabelece diretrizes para orientar reguladores, locais de negociação e usuários gerais de *dark liquidity* em relação aos seguintes temas: (i) transparência pré-negociação e pós-negociação; (ii) incentivos para o uso de ordens transparentes; (iii) relatórios aos reguladores; (iv) informações disponíveis para os participantes do mercado sobre *dark pools* e ordens ocultas; e (v) regulamentação do desenvolvimento de *dark pools* e ordens ocultas.

11. Uma das questões levantadas no *Final Report on the Principles for Dark Liquidity* foi a respeito de eventuais conflitos de interesses quando da escolha discricionária sobre o manuseio dos fluxos de ordens. Os intermediários que operam *dark pools* podem escolher contra qual fluxo de ordens eles desejam negociar, preferindo frequentemente

⁸⁵ “This information should be provided to participants so that every participant has the tools necessary to understand the nature and risks of trading in that market. This will facilitate informed decision making regarding potential trades. It will also help to ensure that trading is conducted in a fair, orderly and efficient manner. Such information should be provided in trading manuals, policies and procedures and rulebooks for trading facilities that offer dark orders and dark pools.” INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Issues Raised by Dark Liquidity, Consultation Report, October 2010, p. 29. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

interagir com ordens "não informadas" para maximizar seus lucros. Portanto, essa discricionariedade aumenta o conflito de interesses entre o intermediário e seus clientes, na medida em que os investidores menos informados acabam tendo suas ordens, não por escolha própria, executadas contra próprio intermediário ou investidores mais informados.⁸⁶

12. Adicionalmente, o relatório destaca que o fluxo de ordens de clientes interage com o fluxo de negociação proprietário do intermediário operador da *dark pool*, o operador pode usar seu próprio fluxo de ordens para "especular" sobre o fluxo de ordens dos clientes, lucrando sobre a diferença entre o preço de compra e venda, o que caracteriza um conflito de interesses.⁸⁷

13. O relatório também levanta preocupações com a prática *front running* diante da assimetria informacional entre o fluxo de ordens dos clientes e os operadores dos intermediários.⁸⁸ O *front running* pode ser um problema na medida em que o intermediário teria a capacidade de, ao ter conhecimento de uma ordem de cliente que seja capaz de movimentar o preço da ação, executar mais facilmente uma ordem própria

⁸⁶ "Brokers that operate a dark pool have a discretionary power to decide which order flow they want to trade against themselves. Naturally, these brokers tend to prefer trading against the 'uninformed' order flow. This can lead to a situation where there is a relative increase in 'informed' order flow being rerouted to the public markets, leading of course to a widening of the spreads because market participants will be less eager to trade against this flow.", INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity, Final Report, May 2011. p. 6 do Appendix 1. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁸⁷ "This exists where customer flow interacts with proprietary trading flow from the trading desks of the operator of the dark pool. Effectively it means that the operator of a dark pool can choose which part of the available liquidity in the dark pool he can trade against and which parts he lets interact with other orders (or send to other venues), depending on whether he can pocket an easy profit. In practice this can mean that the operator of a dark pool uses his proprietary order flow to „scalp“ the customer flow in the dark pool by capitalizing on the spread between the bid and the offer (and where the reverse trade can actually take place on dark pool as well as on any lit markets). This is typical internalization and creates possibly a conflict of interest to clients." INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity, Final Report, May 2011, p. 5 do Public Comment da Optiver. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

⁸⁸ "This is not necessarily due to the trade-through rule itself or other efforts to provide incentives to display orders, but to other recent market structure developments that continue to raise concerns among investors about the frontrunning of their orders." INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Dark Liquidity, Final Report, May 2011, p. 9 do Public Comment da Investment Company Institute. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

antes do fluxo dos clientes para obter lucro com a eventual movimentação causada pela ordem do cliente.

iii) Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure – The Board on the IOSCO

14. O *Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure*⁸⁹ emitido pelo Conselho da IOSCO atualiza o “*Transparency and Market Fragmentation*”, de 2001, e identifica potenciais problemas e riscos causados pelas estruturas de mercado existentes ou que estão se desenvolvendo, bem como inclui recomendações para mitigar os possíveis riscos identificados.

15. O documento explora a questão do conflito de interesses na internalização de ordens com foco no pagamento por fluxo de ordens. De acordo com o documento, os intermediários poderiam pagar pelo fluxo de ordens de um outro intermediário, que atue no varejo, simplesmente para aumentar sua renda derivada da internalização ou para ter acesso favorecido a informações sobre movimentos de mercado.

16. Portanto, o documento esclarece que o pagamento por fluxo de ordens implica em conflito de interesses tanto para o intermediário que vende o fluxo e deixa de escolher o lugar para melhor execução para as ordens dos clientes, quando para o intermediário que compra o fluxo de ordens porque será capaz de obter mais lucro internalizando e se apropriando do spread das ordens menos informadas ou de outra maneira manuseando tais ordens.

17. Outro ponto levantado no documento é o incentivo que existe para os intermediários realizarem arranjos comerciais envolvendo o fluxo de ordem de seus clientes com locais de negociação, em especial por meio de entidade formadora de mercado que seja de sua propriedade ou seja sua afiliada. Na prática, esse arranjo implica em uma internalização das ordens e poderiam, com ou sem o pagamento pelo fluxo de ordens, enfraquecer a motivação do intermediário de buscar uma melhoria de preço para os seus clientes.

⁸⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure: Final Report*. December 2013. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf> Último acesso em 23.9.2024.

II. Documentos emitidos pela CVM

i) *Edital e Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/2007*

18. O objetivo do Edital era discutir a disciplina dos mercados regulamentados de valores mobiliários, bem como da constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. O Edital reconhecia a existência da internalização de ordens em outros mercados, mas propunha a manutenção da vedação a tal prática no país.

19. O Edital não se aprofundou no tema do conflito de interesses de intermediários, embora tenha reconhecido que “[a] partir do momento em que esse intermediário passa a ser considerado também um mercado, sua disciplina ganha uma nova perspectiva, voltada também para o funcionamento transparente e ordenado da negociação”.⁹⁰

20. No Relatório da Audiência Pública, a CVM rejeitou as sugestões de adotar mecanismos que permitissem a internalização de ordens, salientando a inexistência de uma disciplina mais detalhada do dever de melhor execução do intermediário como um obstáculo.⁹¹ Assim, ainda que a CVM não tenha mencionado expressamente o conflito de interesses dos intermediários, o Relatório já reconhecia que o princípio da melhor execução poderia ser colocado em risco em um contexto de internalização.

⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital da Audiência Pública SDM nº 06/2007, p.10. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html Último acesso em 23.9.2024.

⁹¹ É trecho do comentário da SDM no Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/2007: “Note-se também que, atualmente, não existe no Brasil uma disciplina mais detalhada sobre o “dever de melhor execução” para os intermediários. Esse dever encontra-se hoje previsto de forma indireta (decorrente do dever de atuar sempre no melhor interesse do cliente) e dispersa nas regras da CVM. Para que a possibilidade de internalização pudesse ser adotada sem prejuízo à proteção ao investidor, seria preciso que a responsabilidade dos intermediários quanto à melhor execução fosse explicitada e detalhada, uma vez que sobre ele passaria a recair o ônus de identificar as melhores condições – e o melhor local – para execução do negócio.” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/2007, p. 14. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html Último acesso em 23.9.2024.

ii) *Edital e Relatório de Audiência Pública SDM nº 9/2019*

21. O Edital de Audiência Pública SDM nº 9/2019 submeteu à consulta pública propostas a respeito da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro, bem como à regulamentação do funcionamento dos mercados de valores mobiliários e o regime de melhor execução de ordens em um contexto de concorrência entre diferentes ambientes de negociação.

22. Embora não tenham sido efetivamente propostas no Edital, a CVM recebeu sugestões dos participantes de mercado favoráveis à internalização de ordens que, ao fim, não foram acatadas. O Relatório considerou a adoção da internalização de ordens em determinados mercados mais desenvolvidos, mas que possuem características substancialmente diferentes das do mercado brasileiro, seriam insuficientes para a implementação do mecanismo no Brasil sem o necessário aprofundamento.

23. A CVM apontou como os aspectos mais relevantes da discussão sobre internalização de ordens “o enxugamento de liquidez do livro de ordens, o impacto na formação dos preços, regras de transparência dos negócios realizados, dentre outros”⁹². Houve poucas discussões a respeito do potencial conflito de interesses dos intermediários em relação à internalização de ordens nos comentários públicos apresentados.

24. A Absoluto Partners Gestão de Recursos Ltda. e a Dynamo Administração de Recursos Ltda. apresentaram, conjuntamente, manifestação contra a internalização de ordens em que foi abordado o tema. Em sua manifestação, salientaram os riscos relacionados aos potenciais conflitos de interesses na execução de ordens diante da inexistência de regras de transparência pré-negociação e mecanismos automáticos para o “matching” das ordens. Para tais participantes, seria difícil assegurar que as plataformas de negociação não alocassem ofertas de maneira a priorizar um cliente a outros clientes ou mesmo as carteiras proprietárias do intermediário.

⁹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Audiência Pública SDM nº 9/2019, p. 79. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html Último acesso em 23.9.2024.

iii) Relatório Parcial de AIR da ASA de maio de 2024

25. A Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (“ASA”) da CVM publicou, em maio de 2024, um Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório sobre o tema de internalização de ordens. O estudo foi preparado como etapa da análise de impacto regulatório de eventual norma que permitisse a internalização de ordens e apresentado junto com a abertura de tomada de subsídios.

26. De acordo com o estudo, o conflito de interesses na internalização de ordens surge, sobretudo, no contexto do dever de melhor execução. A ASA relembra, de um lado, o dever do intermediário de privilegiar os interesses de seus clientes em relação aos seus próprios (art. 31 da Resolução CVM nº 35, de 2021) e, de outro, que o conceito atualizado do dever de melhor execução em um contexto de competição entre ambientes de negociação (presente no art. 32 da Resolução CVM nº 35, de 2021) estabelece que “*para aferição da melhor execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, conforme regulamentação específica, deve ser considerado como fator preponderante o desembolso total pela operação, representado pelo preço do valor mobiliário e pelos custos relacionados com a execução, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor*”.

27. No contexto da internalização de ordens, esse princípio de melhor execução pode ser comprometido pelo fato de que o intermediário muitas vezes possui incentivos econômicos para direcionar ordens para determinados mercados ou sistemas de negociação em que ele tenha benefícios próprios.

28. Um exemplo disso é o *payment for order flow* ou pagamento pelo fluxo de ordens, prática bastante comum em mercados internacionais e permitida no Brasil, por meio da qual intermediários direcionam as ordens de compra e venda de seus clientes, em geral de varejo, a um outro intermediário ou participante do mercado, em troca de remuneração.⁹³

29. O pagamento pelo fluxo de ordens representa um potencial conflito de interesses porque cria um incentivo econômico para o intermediário priorizar o local de execução

⁹³ NODA, Margareth. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro. Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil*. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2023.

onde ele será remunerado, mesmo que esse não seja o mais vantajoso para o cliente, por exemplo, porque tem menor transparência ou maior spread de preços.

30. Embora o pagamento pelo fluxo de ordens não seja vedado no Brasil, ele é observado com cautela, dado o potencial para criar distorções na relação fiduciária entre intermediário e cliente, e, por tal razão, cerca tal prática de salvaguardas.

31. A ASA ressalta os comandos da regulação da CVM para mitigação deste problema. Por exemplo, o art. 26-B da Resolução CVM nº 35, de 2021⁹⁴ determina que cada intermediário deve divulgar a descrição qualitativa de todas as formas e arranjos de remuneração e conflitos de interesse que sejam pertinentes a sua atuação. No mesmo sentido, o art. 26-C da Resolução CVM nº 35, de 2021⁹⁵ exige que, dentre outras informações, intermediários divulguem o percentual do volume de ordens direcionadas a outros intermediários e o percentual do volume de ordens direcionadas a ambientes de negociação específicos.

32. Um outro aspecto levantado pela ASA é o fato de que, em um contexto em que a internalização de ordens é permitida, o intermediário pode agir como contraparte direta de seu cliente, utilizando sua própria carteira para absorver as ordens de compra ou venda. Disso decorrem duas consequências.

33. Primeiro, o intermediário, via de regra, possui mais informações que seus clientes, em especial os de varejo, senão em relação a outros aspectos, ao menos em relação às ordens que constam dos livros de mercados com transparência pré-negociação, e quando a internalização é feita de modo sistêmico pode potencialmente prejudicar a formação de preços justos no mercado. Depois, o intermediário pode privilegiar seus interesses

⁹⁴ “Art. 26-B. O intermediário deve disponibilizar em sua página na rede mundial de computadores a descrição qualitativa de todas as formas e arranjos de remuneração e conflitos de interesse que sejam pertinentes a sua atuação, nos termos dos arts. 26-C e 26-D.”

⁹⁵ “Art. 26-C. A descrição qualitativa da remuneração deve abranger todas as formas e tipos de remuneração recebida direta ou indiretamente pelo intermediário e os arranjos de que decorrem, incluindo, dentre outros, a aplicabilidade de: I – taxas diretamente cobradas dos investidores; II – percentual de taxa de administração; III – percentual de taxa de performance; IV – diferença entre o custo de aquisição e de venda (“spread”); V – taxas de distribuição; VI – taxas relacionadas à conversão de recursos em moeda nacional para estrangeira e vice-versa, quando oferecidas pelo intermediário como condição para o investimento ou desinvestimento em valores mobiliários; VII – percentual do volume de ordens direcionadas a outros intermediários; e VIII – percentual do volume de ordens direcionadas a ambientes de negociação específicos.”

comerciais, em especial o de se apropriar da diferença entre o spread, em relação aos interesses de seus clientes.

34. Em suma, a principal conclusão da ASA é que, em casos de internalização de ordens, o conflito de interesses entre intermediários e clientes é exacerbado pela possibilidade de o intermediário buscar maximizar seus próprios lucros, seja através do direcionamento de ordens para mercados onde recebe pagamento, seja atuando como contraparte nas operações de seus clientes. Isso compromete o dever fiduciário de melhor execução e requer uma regulação robusta para mitigar os efeitos adversos sobre a transparência e a equidade no mercado.

III. Documentos emitidos pela SEC

35. O fenômeno da internalização de ordens e as preocupações que dele decorrem não são recentes no mercado americano. Já em 1997, um estudo da SEC discute como o direcionamento do fluxo de ordens e a internalização, como uma das categorias de direcionamento (ou o fenômeno de *order preferencing*) poderia causar preocupações importantes em relação ao dever de melhor execução, uma vez que dá oportunidade para que intermediários priorizem seus próprios lucros em detrimento da melhor execução das ordens dos clientes, criando assim um conflito de interesses.⁹⁶

36. O relatório, contudo, aponta que não seriam necessariamente incompatíveis a melhor execução e a internalização de ordens. Mas, um intermediário que direcione seu fluxo para um local de negociação específico em razão de algum arranjo de preferência tem a responsabilidade de regular e rigorosamente avaliar a qualidade da execução das ordens executadas.

37. No entanto, o intermediário frequentemente tem incentivos financeiros para direcionar as ordens de maneiras que maximizem seu próprio lucro e não o melhor resultado para o cliente. Isso se dá tanto pela internalização de ordens ou o envio de

⁹⁶ "In recent years, the Commission has examined practices such as preferencing and other inducements to order flow and found that such practices are not necessarily inconsistent with best execution of customer orders. Nevertheless, a broker-dealer that automatically routes order flow to a particular exchange has the responsibility to regularly and rigorously evaluate the executions received by customers in that market.", U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Report on the Practice of Preferencing, 1997. p. 57 Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/prefrep.htm> Último acesso em 22.9.2024.

ordens para onde o intermediário tem acordos financeiros, como pagamento por fluxo de ordens, que podem não oferecer os melhores preços para o cliente.⁹⁷

38. Esse assunto, já há tantos anos no radar da SEC, não passou despercebido nas recentes propostas de reforma estruturante do *Regulations National Market System* (“NMS”), divulgadas em dezembro de 2022 que vem gradativamente sendo discutidas e transformadas em regras finais.

39. O NMS é o conjunto de regras que estabelece o arcabouço normativo do mercado secundário nos EUA. Uma parte importante da NMS está sendo rediscutida por meio de quatro diferentes propostas de alteração normativa ou adoção de novas normas emitidas pela SEC. Elas têm como principal objetivo melhorar os preços que os investidores de varejo obtêm quando as ordens de ações são executadas, entre outras melhorias.

40. As quatro diferentes partes da reforma foram originalmente apresentadas nos seguintes documentos:

- i) o Release No. 34-96493, trata do aumento da transparência na execução de ordens, ampliando tanto a abrangência das informações requeridas quando das ordens em relação às quais tal requerimento é exigido, transformada em regra final em março de 2024⁹⁸;
- ii) o Release No. 34-96494, que propõe alterações no incremento mínimo de preço para uma série de ativos, além de estabelecer limites para os preços de acesso a informações sobre cotações protegidas no contexto de execução de ordens, transformada em regra final em setembro de 2024⁹⁹;

⁹⁷ “In addition, the Commission cautioned that broker-dealers must not allow an order routing inducement, such as payment for order flow or the opportunity to trade with that order as principal, to interfere with its duty of best execution.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Report on the Practice of Preferencing, 1997. p. 36 Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/prefrep.htm> Último acesso em 22.9.2024.

⁹⁸ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96493. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2024/03/disclosure-order-execution-information>. Último acesso em 23.9.2024.

⁹⁹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96494. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-137> Último acesso em 23.9.2024.

- iii) o Release No. 34-96495, no qual a SEC submeteu a consulta pública uma proposta de regra para que certas ordens, notadamente aquelas de investidores individuais de varejo, sejam expostas a processos competitivos em leilões abertos antes que tais ordens possam ser internalizadas por intermediários¹⁰⁰ (“Proposta SEC para Competição de Ordens”); e
- iv) o Release No. 34-96496, que propõe alterações nas normas do NMS a respeito dos padrões de cumprimento do dever de melhor execução de ordens¹⁰¹ (“Proposta SEC para Melhor Execução”).

41. Embora não existam ainda normas finais sobre a Proposta SEC para Competição de Ordens e a Proposta SEC para Melhor Execução são as mais relevantes para o presente trabalho, uma vez que discutem especificamente os conflitos de interesses dos intermediários no contexto da internalização de ordens. As subseções que seguem descrevem as discussões relacionadas a conflito de interesses de intermediários discutidos nessas duas propostas.

i) Proposta SEC para Competição de Ordens

42. Por meio da Proposta SEC para Competição de Ordens, a SEC submeteu a consulta pública uma proposta de adoção de regras para que certas ordens, notadamente aquelas de investidores individuais de varejo, fossem expostas a processos competitivos em leilões abertos antes que tais ordens pudessem ser internalizadas.¹⁰²

43. O objetivo da regra em discussão na Proposta SEC para Competição de Ordens é promover a concorrência como um meio de proteger os interesses dos investidores individuais e assegurar que o NMS cumpra suas funções, conforme previsto em lei.

¹⁰⁰ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2022/12/order-competition-rule> Último acesso em 23.9.2024.

¹⁰¹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2022/12/regulation-best-execution> Último acesso em 22.9.2024.

¹⁰² “The proposed rule would prohibit a restricted competition trading center from internally executing certain orders of individual investors at a price unless the orders are first exposed to competition at that price in a qualified auction operated by an open competition trading center. The proposed rule would also include limited exceptions to this general prohibition.” U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 1. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

44. Assim, a regra proposta proíbe um centro de negociação com concorrência restrita, como é o caso de um intermediário que internaliza ordens, de executar internamente certas ordens de investidores de varejo a um determinado preço, a menos que as ordens sejam primeiro expostas à concorrência nesse preço em um leilão qualificado operado por um centro de negociação de concorrência aberta.

45. Para a SEC, submeter as ordens a um leilão competitivo é um meio para aumentar a oportunidade de ordens de investidores de varejo receberem preços mais favoráveis do que no atual modelo de mercado em que intermediários direcionam mais de 90% das ordens de investidores de varejo para um pequeno grupo de seis estruturas fora da bolsa, frequentemente chamados de *wholesalers*. Entre esses *wholesalers*, dois capturam aproximadamente 66% das ordens de varejo.¹⁰³

46. Além disso, submeter as ordens a um leilão poderia beneficiar os investidores em geral, inclusive investidores institucionais ao lhes oferecer a oportunidade de interagir diretamente com um grande volume de ordens de investidores de varejo, que em grande parte estão inacessíveis a eles no modelo de mercado atual.

47. Isto porque o modelo de negócios dos *wholesalers* é negociar bilateralmente com ordens de investidores individuais, ou seja, internalizar o fluxo de ordens recebido. Adicionalmente, as corretoras, via de regra, não escolhem direcionar o seu fluxo de ordem para um *wholesaler* porque entendem que aquela instituição está disposta a oferecer o melhor preço para uma determinada ordem. Isto nem seria possível porque os *wholesalers* não exibem nem indicam em tempo real os preços pelos quais estão dispostos a negociar com ordens de investidores individuais.

48. Ao contrário, um *wholesaler* é escolhido por uma corretora para executar o seu fluxo de ordens por uma fórmula que depende da qualidade das execuções passadas e de seu relacionamento com a corretora que frequentemente envolve remuneração pelo direcionamento do fluxo de ordens.

¹⁰³ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 7. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

49. Além disso, a natureza bilateral do modelo de negócios dos *wholesalers* restringe a concorrência simultânea entre *wholesalers*. Em outras palavras, uma vez que o *wholesaler* recebe o fluxo de ordens, ele não sofre concorrência alguma e o *wholesaler* geralmente executa todo o fluxo de ordens internamente sem oferecer qualquer oportunidade para que outros participantes do mercado, incluindo investidores institucionais, concorram para oferecer preços mais favoráveis para as ordens. Os *wholesalers* internalizam 90,44% do volume monetário das ordens enviadas a eles por outros intermediários.¹⁰⁴

50. O atual isolamento dessas ordens de varejo leva a um nível de preço sub-ótimo, conhecido como *short-fall* competitivo estimado em 1.08 *basis point* por dólar executado por *wholesalers* nos Estados Unidos.

51. Além desse *short-fall* competitivo, o isolamento das ordens de investidores individuais nos atacadistas impede que outros investidores tenham a oportunidade de negociar com esse fluxo de baixo custo. Investidores institucionais que atualmente submetem suas próprias ordens a bolsas de valores poderiam potencialmente negociar a preços melhores se tivessem a oportunidade de interagir com as ordens de investidores de varejo em leilões justos e abertos.

52. De acordo com a SEC, a análise de dados sugere que abrir as ordens de investidores de varejo para uma concorrência ordem por ordem levaria a preços significativamente melhores para esses investidores de varejo. Em um mercado totalmente competitivo, a SEC espera que a concorrência entre provedores de liquidez impulse o nível de melhoria de preço que uma ordem recebe.

ii) Proposta SEC para Melhor Execução

53. O objetivo da Proposta SEC para Melhor Execução é discutir a adoção de normas que exijam do intermediário maior cuidado e transparência para a execução de ordens de clientes de varejo naquelas situações em que tais intermediários tenham conflitos de interesse no manuseio dessas ordens.

¹⁰⁴ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96495, p. 224. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96495.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

54. A proposta se presta a robustecer o arcabouço regulatório existente em relação ao dever de melhor execução dos intermediários quando executando ordens de clientes de varejo em que exista um conflito de interesses entre eles (intermediários) e seus clientes. Para tanto a norma propõe que esses agentes tenham políticas e procedimentos detalhados para lidar com operações em conflito de interesses, bem como impõe requisitos específicos de revisão e documentação.¹⁰⁵

55. A SEC entendeu haver conflitos de interesse do intermediário no manuseio de ordens em basicamente três situações: (i) no pagamento por fluxo de ordens; (ii) nas negociações contra carteira própria, ou seja, na internalização de ordens; e (iii) no encaminhamento de ordens de clientes para partes relacionadas.

56. Em relação a primeira situação de conflito, o regulador americano entende que o pagamento por fluxo de ordens cria um conflito de interesse porque incentiva o intermediário a enviar ordens de clientes para um mercado, como um intermediário ou uma bolsa, que concorda em pagar ao intermediário por enviar suas ordens de clientes. Esse pagamento pode prejudicar os clientes, pois o intermediário tende a tomar decisões de manuseio de ordens que o beneficiem em detrimento do cliente.

57. A SEC reconhece que o recebimento de pagamento por fluxo de ordens por um intermediário não viola seu dever de melhor execução, desde que ele avalie periodicamente a qualidade dos mercados para os quais encaminha o fluxo de ordens. O intermediário não deve permitir que o pagamento interfira em seus esforços para obter a melhor execução. Da mesma forma, a FINRA já manifestou o entendimento de que os intermediários não podem negociar o fluxo de ordens de seus clientes de uma maneira que reduza as oportunidades de melhoria de preço que, na ausência de pagamento por fluxo de ordens, estariam disponíveis.

58. Não obstante esses entendimentos, uma parte significativa das ordens de varejo no mercado de ações é encaminhada em troca de pagamento por fluxo de ordens. O pagamento por fluxo de ordens cria um incentivo para que o intermediário de varejo adote práticas de manuseio e execução de ordens que podem não resultar na melhor execução para seus clientes e efetivamente ferir seus interesses.

¹⁰⁵ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496 p. 1., Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

59. A Proposta SEC para Melhor Execução compilou informações de estudos empíricos da própria SEC e de terceiros que mostram evidências de que o pagamento por fluxo de ordens pode prejudicar a qualidade da execução do cliente, resultando em spreads efetivos maiores, qualidade de execução inferior e melhorias de preço menores.¹⁰⁶

60. Em relação à segunda situação de conflito, a Proposta SEC para Melhor Execução reconhece que a oportunidade de um intermediário ser contraparte de uma ordem de cliente pode interferir no dever de melhor execução do intermediário. Os intermediários são a contraparte de ordens dos clientes para capturar a diferença de spread e, assim, há incentivos para que o intermediário negocie com o seu cliente a preços que sejam mais vantajosos para o intermediário do que para os clientes frustrando o dever de melhor execução. No mercado de ações americano a internalização é uma prática comum e responde por mais de 90% do valor em dólares do fluxo de ordens do varejo.¹⁰⁷

61. Por fim, a terceira situação de conflito de interesses identificada pela SEC acontece quando o intermediário encaminha ordens de clientes para partes relacionadas, uma vez que isso pode ocorrer devido a incentivos financeiros, que podem variar dependendo do modelo de negócios do intermediário.

62. Como exemplo, um intermediário pode ter um incentivo financeiro para enviar ordens de clientes para uma parte relacionada executora, pois essa parte relacionada pode desejar internalizar a ordem do cliente ou porque essa parte relacionada é uma plataforma de negociação e tais ordens aumentarão o volume neste ambiente, o que acabará por atrair mais ordens para ele, aumentando a fatia de mercado do ambiente de negociação relacionado ao intermediário.¹⁰⁸

¹⁰⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496 p. 32. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

¹⁰⁷ "Internalizing customer orders may create a conflict of interest because broker-dealers do so for the opportunity to capture the spread, and may thereby provide broker-dealers an incentive to trade with orders as principal. [...] The Commission believes that the incentive to trade in a principal capacity at a price most advantageous for the wholesaler itself rather than the customer warrants heightened attention by the wholesaler."

¹⁰⁸ "A broker-dealer operator also benefits by routing to its ATS because it creates higher volume on the ATS, which can attract additional order flow to the ATS, ultimately increasing the ATS' market share and associated revenue." U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Release No. 34-96496

IV. Documentos emitidos pela FINRA

63. O *Regulatory Notice 21-23* foi editado pela FINRA em 2021 como uma forma de lembrar os seus membros sobre a preocupação da FINRA a respeito do pagamento pelo fluxo de ordens e sua relação com o dever de melhor execução, inclusive considerando ordens internalizadas (“Regulatory Notice 21-23”).

64. Especificamente sobre o conflito de interesses de intermediários na internalização de ordens, o *Regulatory Notice 21-23* afirma que intermediários que recebam para transferir ordens de seus clientes para outro, ou que pagam para receber e internalizar ordens de clientes de outro participante do mercado, não podem permitir que esses incentivos econômicos afetem o seu dever de melhor execução.¹⁰⁹

65. A FINRA alerta que é crucial avaliar continuamente a qualidade da execução, independentemente da existência de arranjos de internalização ou pagamento pelo fluxo de ordens.¹¹⁰

p. 35. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/34-96496.pdf> Último acesso em 22.9.2024.

¹⁰⁹ FINRA. *Regulatory Notice 21-23* (June, 23, 2021), *Best Execution and Payment for Order Flow*: “The opportunity to trade as principal and internalize a firm’s own customer orders is another form of economic inducement that the SEC has noted could similarly influence customer order handling.”, p. 3 e “Accordingly, for member firms that receive payment for order flow, FINRA has stated that such firms should carefully evaluate the impact of the practice on execution quality. Similarly, firms that provide payment for order flow for the opportunity to internalize customer orders cannot allow such payments to interfere with their best execution obligations.²⁷ In other words, order routing firms and firms receiving customer orders from other firms for handling and execution must regularly evaluate whether reliable, superior prices are readily accessible for the customer orders they handle, and these firms may not negotiate the terms of order routing arrangements for those customer orders in a manner that reduces the price improvement opportunities that otherwise would be available to those customer orders absent payment for order flow.” Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/21-23> (último acesso em 23.9.2024)

¹¹⁰ “FINRA cautioned that member firms would not satisfy their duty of best execution if they do not compare the execution quality they receive under their existing order routing and execution arrangements (including the internalization of order flow) to the quality of the executions they could obtain from competing markets.”, FINRA. *Regulatory Notice 21-23* (June, 23, 2021), *Best Execution and Payment for Order Flow*, p. 4. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/21-23> Último acesso em 23.9.2024.

V. Documentos emitidos pelo direito comunitário Europeu

i) *Directive 2014/65/EU – MiFID II*¹¹¹

66. A MiFID II é a atual regra do direito comunitário Europeu sobre mercados secundários e visa a tornar os mercados na União Europeia mais robustos e transparentes, criando um arcabouço jurídico que regula melhor os investimentos e as negociações no mercado para aumentar a proteção dos investidores.

67. A MiFID II tem uma previsão genérica sobre conflito de interesses, não direcionada em específico à internalização de ordens. Indica como principais fontes de conflito de interesses o recebimento de incentivos de terceiros, estruturas de remuneração do próprio intermediário e situações em que o intermediário ou seus funcionários possuem interesses concorrentes com os de seus clientes (art. 23(1) do MiFID II)¹¹².

68. O documento não define as hipóteses de conflito de interesses do intermediário e sim em estabelece diretrizes para mitigar tais conflitos. Os intermediários devem adotar medidas apropriadas para prevenir ou gerenciar conflitos de interesses. Se tais medidas não forem suficientes para afastar os riscos de dano aos interesses dos clientes, o intermediário deve divulgar claramente a natureza geral e as fontes dos conflitos antes de conduzir negócios em nome do cliente.¹¹³

¹¹¹ Atualiza e substitui a MiFID I. A Markets in Financial Instruments Directive (MiFID I) foi uma parte importante do Financial Services Action Plan (FSAP) da União Europeia e entrou em vigor em 1º de novembro de 2007. A MiFID I introduziu mudanças significativas no quadro regulatório europeu e teve como objetivo aumentar o nível da proteção do investidor, da transparência dos mercados financeiros, e promover maior competição entre os locais de negociação.

¹¹² "Article 23. Conflicts of interest. 1. Member States shall require investment firms to take all appropriate steps to identify and to prevent or manage conflicts of interest between themselves, including their managers, employees and tied agents, or any person directly or indirectly linked to them by control and their clients or between one client and another that arise in the course of providing any investment and ancillary services, or combinations thereof, including those caused by the receipt of inducements from third parties or by the investment firm's own remuneration and other incentive structures." EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. MiFID II. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹¹³ "Where organisational or administrative arrangements made by the investment firm in accordance with Article 16(3) to prevent conflicts of interest from adversely affecting the interest of its client are not sufficient to ensure, with reasonable confidence, that risks of damage to client interests will be prevented,

69. Igualmente, os intermediários deverão informar aos clientes se suas ordens irão ser executadas fora dos ambientes de negociação, como, por exemplo, as ordens internalizadas e, ainda, deverão obter consentimento expresso do cliente antes de executar tais ordens.¹¹⁴

70. A MiFID II também proíbe que um intermediário receba qualquer forma de remuneração para direcionar as ordens do cliente que leve à violação das regras a respeito de conflito de interesses.¹¹⁵ Portanto, não se trata de proibição exatamente do PFOF, e sim de vedação que esta prática infrinja regras de conflito de interesses.

ii) *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*

71. O relatório de impacto do MiFID I, norma que antecedeu o MiFID II, foi emitido pela *Committee of European Securities Regulators* (“CESR”) em 10.6.2009, e analisa o desempenho das disposições do MiFID I sobre o funcionamento do mercado secundário de ações na Europa. Em que pese o MiFID I ter sido substituído em janeiro de 2018 pelo MiFID II, o relatório apresenta alguns pontos a respeito do conflito de interesses na internalização de ordens que valem ser explorados neste trabalho.¹¹⁶

the investment firm shall clearly disclose to the client the general nature and/or sources of conflicts of interest and the steps taken to mitigate those risks before undertaking business on its behalf.”, p. 404. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. MiFID II. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹¹⁴ “*Member States shall require that, where the order execution policy provides for the possibility that client orders may be executed outside a trading venue, the investment firm shall, in particular, inform its clients about that possibility. Member States shall require that investment firms obtain the prior express consent of their clients before proceeding to execute their orders outside a trading venue.*”, p. 412. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. MiFID II. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹¹⁵ “*An investment firm shall not receive any remuneration, discount or non-monetary benefit for routing client orders to a particular trading venue or execution venue which would infringe the requirements on conflicts of interest or inducements set out in paragraph 1 of this Article and Article 16(3) and Articles 23 and 24*”, p. 412. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. MiFID II. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/article-27-obligation-execute-orders> Último acesso em 30.9.2024.

¹¹⁶ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. Report Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, 10 June 2009. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/09_355_0.pdf Último acesso em 23.9.2024.

72. O MiFID I permitia que empresas de investimento internalizassem ordens de clientes em grande escala. Para abordar esse fenômeno, o MiFID I introduziu o conceito de "internalizadores sistemáticos" e estabeleceu regras que buscavam endereçar os riscos de ineficiência do mercado porque a internalização sistemática de ordens não se baseia em um livro de ordens aberto, por meio do qual potenciais interesses de negociação são divulgados a outros usuários.

73. Assim, o MiFID I basicamente introduziu um regime de transparência para empresas de investimento atuando como "internalizadores sistemáticos" em ações. Enquanto todas as empresas que negociam OTC (over-the-counter) estavam sujeitas a requisitos de transparência pós-negociação, apenas aquelas atuando como "internalizadores sistemáticos" estavam sujeitas a obrigações de transparência pré-negociação, sob a forma de obrigações de cotação.

74. Para garantir que os investidores de varejo tivessem uma visão ampla das oportunidades de negociação em qualquer ação admitida à negociação em um mercado regulado, o MiFID I obrigava os "internalizadores sistemáticos" a divulgar publicamente o preço pelo qual estavam dispostos a comprar ou vender tais ações para seus clientes. Esses requisitos de transparência pré-negociação aplicavam-se apenas à internalização sistemática de ações líquidas e somente em transações de até certos tamanhos especificados. Além disso, os "internalizadores sistemáticos" eram obrigados apenas a fornecer cotações unilaterais. Empresas que negociam por conta própria exclusivamente nos mercados atacadistas, e em tamanhos de mercado atacadista, não estão sujeitas às obrigações de transparência pré-negociação dos "internalizadores sistemáticos". Divulgar somente uma das cotações disponíveis foi a prática adotada pela maior parte dos internalizadores sistemáticos, embora investidores de mercado entendessem que essa informação poderia ser útil em suas decisões de investimento.¹¹⁷

¹¹⁷ "90. Questions have arisen as to the way in which SIs have been fulfilling their obligations. In particular, it has been striking that a number of firms have predominantly used one-sided quotes and/or quoted in only a token number of shares, and sometimes only one share. Although the MiFID Implementing Regulation permits this, market participants have seen this as conveying little useful information about the size in which firms are, in practice, willing to trade, or the prices at which they will trade. CESR recognises that there are issues surrounding the value and nature of the SI obligations and recommends that these form part of the Commission's review", p. 24. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS. Report Impact of MiFID on equity secondary markets functioning, 10 June 2009. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/09_355_o.pdf Último acesso em 23.9.2024.

75. O relatório indica que na experiência da União Europeia com o arcabouço do MiFID I, as reduções de taxas ou listas de preços foram mais significativas para a negociação algorítmica do que para a negociação de varejo. Na verdade, a combinação de um tamanho médio de negociação menor e o aumento dos gastos com tecnologia para negociar em um ambiente mais fragmentado fez com que as economias nos custos de execução não fossem tão grandes quanto poderiam ser ao considerar a diminuição das taxas de negociação individuais. Além disso, há indicações de que, pelo menos para ordens de clientes de varejo, as reduções de taxas nas plataformas de negociação não foram repassadas pelos "internalizadores sistemáticos" para seus clientes.

76. Além disso, a fragmentação tornou mais difícil e mais caro realizar uma análise apropriada de custos de transação. O estudo avalia que a fragmentação da negociação e dos dados pré e pós-negociação e a diminuição da transparência geral resultaram em maiores custos de descoberta de preços e criaram preocupações com a integridade e o custo dos dados e o impacto direto ou indireto nos custos de negociação (por exemplo, oportunidades perdidas) também foram reiteradas e aumentaram os spreads em nas ações mais negociadas.

VI. Documentos emitidos pela ASIC

i) *Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets*

77. Em 2013, a ASIC iniciou uma série de revisões as Market Integrity Rules ("MIR"), com o objetivo de atualizar tópicos relativos à internalização de ordens e negociações sem transparência pré-negociação (opacas ou "dark"). Em 2017, o arcabouço regulatório foi novamente atualizado e, em 2022, a MIR foi alterada pelo Amendment Instrument 2022/74.

78. A MIR prevê em seu Capítulo 5A a existência dos "crossings systems", que funcionam como sistemas automatizados disponibilizados pelo intermediário que executam ou combinam ordens do cliente com as ordens (a) do próprio participante do mercado que opera o "crossing system"; (b) de outros clientes do mesmo participante do

mercado; e (c) de qualquer outra pessoa que acesse o sistema automatizado ao invés do livro de ordens do mercado regulado¹¹⁸.

79. A MIR prevê, na regra 3.8.1¹¹⁹, que o intermediário, ao manusear e executar uma ordem para um cliente, deve tomar medidas razoáveis para obter a melhor execução para aquele cliente. A MIR diferencia o que pode ser a melhor execução para o investidor de varejo e o para o investidor institucional: para o primeiro, o melhor preço será o referencial; para o segundo, outros fatores podem ser considerados, como velocidade e probabilidade da execução da ordem.¹²⁰

80. No caso de ordens internalizadas, a ASIC esclarece que o dever de melhor execução permanece, devendo se buscar o melhor preço para o cliente. Quando ordens de dois clientes se encontram, o intermediário deve buscar a melhoria de preço para os dois.¹²¹

¹¹⁸ “In the Securities Markets Rules, a ‘crossing system’ is defined as any automated service provided by a market participant that matches or executes client orders with orders of: (a) the market participant; (b) other clients of the market participant; (c) or any other person whose orders access the automated service, otherwise than on an order book of a licensed market.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹¹⁹ “3.8.1 (1) Subject to subrules (3) and (4), when handling and executing an Order for a client a Market Participant must take reasonable steps to obtain the best outcome for that client”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Market Integrity Rules (Securities Markets) 2017. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-integrity-rules/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁰ “Under Rule 3.8.1, a market participant must take reasonable steps when handling and executing an order in relevant products to obtain the best outcome for its client. For a retail client, the best outcome means the best total consideration (which market participants may interpret as best price: see RG 265.140), taking into account client instructions. For wholesale clients, other outcomes may be relevant—including speed, likelihood of execution and any other relevant considerations (or any combination of these outcomes).” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²¹ “For transactions matched or executed off an order book under an exception to pre-trade transparency, market participants should consider the benefits to clients of trying to improve on the best displayed price across all order books to the extent this is possible for a particular relevant product. Where a market participant acts on behalf of both clients to a transaction and where a duty of best execution is owed to both clients, the market participant should consider whether it is possible to improve on the price for both clients.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS

81. A regra 3.9.1¹²² prevê que os participantes do mercado devem estabelecer, documentar e implementar as políticas e procedimentos adequados para garantir que cumpram com os deveres de melhor execução estabelecidos. Ainda, a regra prevê que os participantes do mercado devem informar em suas políticas e procedimentos as circunstâncias em que as ordens dos clientes podem ser enviadas para mecanismos de internalização, próprios ou de terceiros.

82. Especificamente sobre o conflito de interesses, a ASIC demonstra especial preocupação com o pagamento pelo fluxo de ordens. Ela aponta como incentivos relativos ao fluxo de ordens – monetários ou não – podem influenciar como e onde o intermediário executa a ordem do cliente.¹²³

83. A regra 5.4B. 1 da MIR procura coibir a prática de pagamento para o fluxo de ordens¹²⁴. A regra não proíbe todas as formas de pagamento em dinheiro por fluxo de

COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²² “3.9.1: (1) A Market Participant must establish, document and implement adequate policies and procedures to ensure that it complies with Rule 3.8.1. (2) A Market Participant’s policies and procedures under subrule (1) must, without limitation, set out a description of: (a) (b) (c) the Order Books, and (in reliance on an exception to subrule 6.1.1(1)) any place other than an Order Book, to which the Market Participant may transmit Client Orders; how Client Orders will be handled and executed, including the circumstances in which Client Orders will be transmitted for matching or execution to an Order Book or elsewhere (in reliance on an exception to subrule 6.1.1(1)) and the circumstances in which that transmission will be automatic and the circumstances in which that transmission will be manual; and arrangements to monitor the policies, procedures and implementation required by subrule (1) to ensure they continue to be adequate to ensure compliance with subrule 3.8.1(1)”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Market Integrity Rules (Securities Markets) 2017. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-integrity-rules/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²³ “Order flow incentives, such as volume rebates or rebates for certain types of orders, can influence how and where market participants direct client orders for execution. Directing orders in return for some benefit would represent a conflict of interest if the market participant was placing its own interests ahead of its client’s interests and therefore not achieving best execution. Such activity may result in a breach of Rule 3.8.1.” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁴ “Part 5.4B prohibits, or otherwise seeks to restrict, order incentives in the form of cash payments for order flow. It applies when: (a) a market participant buys or sells client order flow (see RG 265.539 RG

ordens, apenas aqueles em que o pagamento em dinheiro ao destinatário (pelo fluxo de ordens) é maior do que o custo para o destinatário (ou para seus clientes) de submeter esse fluxo de ordens. Simplificando, ela proíbe a 'comissão negativa'. Por exemplo, se o valor que o participante do mercado paga a uma pessoa pelo fluxo de ordens de seu cliente for maior do que a corretagem que o participante do mercado cobra desses clientes, isso constitui uma 'comissão negativa' e é proibido pelas regras.¹²⁵

84. Mesmo não havendo proibição específica, a ASIC chama a atenção para o conflito de interesses decorrente de benefícios não monetários advindos da transferência do fluxo de ordens, como presentes, promoções no emprego, entre outros.¹²⁶ Por isso, a ASIC recomenda que o intermediário, quando estiver dando ou recebendo benefícios não monetários relativos às ordens dos clientes, deverá (a) garantir que não há efeitos no dever de melhor execução; (b) divulgar para os clientes detalhes de quaisquer incentivos oferecidos ou recebidos pelo participante do mercado de modo compreensível e preciso antes do serviço ser realizado; e (c) garantir que o incentivo melhore a qualidade do serviço oferecido ao cliente.¹²⁷

265.541); (b) and payment for order flow occurs among other market intermediaries (see RG 265.542–RG 265.546).” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁵ “Part 5.4B does not prohibit all cash payment for order flow arrangements, only those where the cash payment to the recipient (for the order flow) is greater than the cost to the recipient (or to their clients) of submitting that order flow. Put simply, it prohibits ‘negative commission’. For example, if the amount that the market participant pays a person for their client order flow is greater than the brokerage that the market participant charges that person, this is a ‘negative commission’ and it is prohibited under the rules”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁶ “Although not specifically prohibited in Rule 5.4B.1, non-monetary benefits may raise significant conflict of interest issues for a market participant when handling and executing orders”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁷ “A market participant should consider the following circumstances when giving or receiving non-monetary benefits for handling and executing orders: (a) ensure there is no effect on the market participant’s best execution obligations under Chapter 3 of the Securities Markets Rules and as discussed in Section G of this guide; (b) disclose to clients details of any incentives offered to and received by the market participant in a comprehensive, accurate and understandable way before the

ii) *Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading*

85. O Relatório 331 foi desenvolvido pela ASIC, em março de 2013, para apresentar os achados de grupos de trabalho que apuraram o impacto da *dark liquidity* e *high frequency trading* na qualidade e integridade do mercado.

86. O relatório aponta a relevância das transações em que intermediários atuam como contraparte, indicando que, no terceiro trimestre de 2012, 38% dos valores negociados nos *crossing systems* tinham um intermediário que atuava como operador e contraparte.¹²⁸ Esse documento tem uma seção específica sobre conflito de interesses e aponta as seguintes fontes de conflito:

- a) conflitos ocorrerem quando um participante do mercado age como agente de um cliente, mas são particularmente mais presentes quando este intermediário negocia com clientes contra sua própria carteira;¹²⁹
- b) os conflitos causados por assimetrias de informação entre o intermediário e o cliente. Por exemplo, quando um participante do mercado recebe uma ordem de um cliente, ele obtém uma vantagem informacional sobre outros participantes do mercado e investidores, pois possui informações privadas sobre as intenções de negociação do cliente. A regulação deve coibir que este intermediário use essa

service is provided; and (c) ensure the incentive enhances the quality of the financial service provided to the client”. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Regulatory Guide 265 – Guidance on ASIC market integrity rules for participants of securities markets, RG 265.537. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-265-guidance-on-asic-market-integrity-rules-for-participants-of-securities-markets/> Último acesso em 23.9.2024.

¹²⁸ “*There is considerable principal trading on crossing systems (i.e. trading by the crossing system operator). Eight crossing systems conducted principal trading in the September quarter 2012. Principal trading represented 38% of value traded on these crossing systems—that is, more than one dollar in every three traded by clients was against the operator of these crossing systems.*” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 31. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

¹²⁹ “*A conflict of interest arises when the interests of a market participant diverge from those of its client. Conflicts may arise when a market participant is acting as agent for a client, but particularly when trading with clients against its own account (known as internalisation).*” AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 52. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

informação para sua própria vantagem ou para a vantagem de outro cliente;¹³⁰ conflitos informacionais, se não forem geridos adequadamente, implicam no fenômeno de *cream skimming* (exploração de ordens menos informadas) que é a prática de o intermediário (ou outros clientes) obterem lucros sobre os clientes que façam ordens relativamente menos informadas¹³¹; e

- c) o conflito de interesses inerente ao pagamento pelo fluxo de ordens, uma vez que se tem um forte incentivo de direcionar as ordens para os participantes do mercado que fazem a melhor oferta ao intermediário, e não necessariamente àquele que apresentar a melhor execução ao cliente.¹³²

iii) *Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity*

87. O Relatório 452, publicado em outubro de 2015, é uma continuação e atualização do Relatório 331 e tinha com o objetivo fornecer informações específicas sobre o efeito do *high frequency trading* e da *dark liquidity* no mercado australiano.

88. O relatório reforça os conflitos de interesses que surgem quando o intermediário atua como contraparte na operação com o cliente, seja pela negociação por conta própria

¹³⁰ “Conflicts of interest become more acute when there are information asymmetries between the market participant and the client. For example, when a market participant receives an order from a client, it obtains an informational advantage over other market participants and investors because it has private information about the client’s trading intentions. The market participant must ensure that it does not use this information to its own advantage, or to the advantage of another client.”, AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 52. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

¹³¹ “If these conflicts are not managed appropriately, there is a risk that the market participant (or other clients) could extract profits from clients placing comparatively uninformed orders in its off-market trading, called ‘cream skimming’.”, AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 52. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

¹³² “Securities dealers have a strong incentive to route orders to market participants that provide the best incentives. However, directing orders in return for some benefit represents a conflict of interest if a securities dealer places its own interests ahead of its clients’ interests. It also compromises best execution because it may result in a client receiving a worse outcome: see paragraph 208.”, AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 331 – Dark liquidity and high-frequency trading, March 2013, p. 55. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf> Último acesso em 25.9.2024.

ou pelo *client facilitation* já identificado no Relatório 331. O conflito estaria, segundo a ASIC, no acesso pelo intermediário a informações privilegiadas sobre as ordens. Os intermediários, ao atuar como contraparte nas ordens dos clientes, poderiam usar informações recebidas dos clientes – de intenção de ordem ou até mesmo discussões informais – para tirar vantagem e competir diretamente com a ordem do cliente.¹³³

89. Nesse sentido, a ASIC recomenda que, para manejar os conflitos de interesses que são inerentes nas operações em que um participante do mercado negocia contra um de seus clientes, todos os intermediários que executam estas ordens deveriam ter acesso restrito a informações confidenciais, o que incluiria segregação física e tecnológica de algumas funções.¹³⁴ A ASIC considera que os conflitos de interesse nesses casos são muito grandes para serem gerenciados apenas por meio de métodos tradicionais como divulgação dos conflitos ou controles internos¹³⁵.

¹³³ “Many buy-side firms value the execution certainty, liquidity and reduced signalling risk that facilitation may provide. Some buy-side firms also consent to their facilitation traders having access to all of their unexecuted order information as they believe it may provide improved risk pricing. However, the buy-side firms also raised concerns about active facilitation and non-genuine indications of interest (IOIs). Some suggested that IOIs are used by market participants to gather information about client trading intentions without holding the requisite securities to trade immediately. Also, market participants may use information obtained through informal discussions with clients about potential orders to build their inventory or issue IOIs, which can result in the market participant competing directly against the client. This may result in the client paying a higher price for the securities compared to acquiring them without facilitation. Our concerns and guidance in relation to IOIs is set out in Regulatory Guide 223 Guidance on ASIC market integrity rules for competition in exchange markets (RG 223) at 223.406.”, p. 58-59. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

¹³⁴ “To manage the inherent conflicts of interest that arise when a market participant trades against its clients we consider that all facilitation traders should be restricted from accessing confidential information. This includes technological segregation, by removing access to any unexecuted order information on order management systems, crossing system order books and internal chat and messaging systems. Consideration should also be given to the need for physical segregation or separation to ensure confidential information cannot be accessed and used inappropriately. It is also appropriate to have restrictions in place to limit access of principal and facilitation traders to internal meetings where client orders or trading intentions may be discussed.”, p. 60. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

¹³⁵ “We consider the conflicts of interest for staff with dual roles that have access to unexecuted order information is too great to be managed through traditional methods such as disclosure or controls. This is particularly the case for active facilitation and, in most circumstances, merely disclosing the conflict and imposing internal controls will be inadequate.”, p. 60. AUSTRALIAN SECURITIES AND

90. O relatório também demonstra preocupação com a vantagem indevida que os *high frequency traders* e intermediários levam quando as ordens são executadas em *dark pools*, colocando esta inquietação em números. O estudo da ASIC verificou que nas *dark pools* 52% das transações tinham um “agente”¹³⁶ na contraparte e que o investidor estava na parte perdedora da transação em 68% dos casos. Ou seja, mais de metade das operações eram realizadas entre intermediário e investidor, sendo que o investidor saía prejudicado da operação em mais de 2/3 delas. Por sua vez, *high frequency traders* estavam no lado vencedor em 85% de suas transações e conseguiram evitar interagir na transação com outros *high frequency traders* em 92% das operações.¹³⁷

VII. Levantamento de materiais acadêmicos

91. Não encontramos artigos acadêmicos endereçando especificamente o tema conflito de interesses de intermediários no contexto da internalização de ordens. No entanto, há textos que exploram temas relacionados a tal conflito sumarizados nas subseções que seguem.

i) Dever de Melhor Execução e Conflito de Interesses

92. O artigo *The Law and Economics of Best Execution* dos professores MACEY e O'HARA se destina a discussão do dever de melhor execução sob a perspectiva do direito e economia.¹³⁸ Nesse texto, os autores exploram que o conflito de interesses que ocorre

INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

¹³⁶ Por “agente” aqui se entende aquele da relação principal-agente, ou seja, aquele a quem se delega a realização da operação, geralmente sendo, portanto, o intermediário.

¹³⁷ “Our results are quite different for trading on exchange dark venues. We found that just over 52% of these trades had agency (i.e. client) counterparties involved and they were on the losing side around 68% of the time: see Figure 26 in the appendix. Whereas high-frequency traders are highly adept at: (a) being on the winning side (85% of high-frequency trading trades); (b) avoiding interacting with other high-frequency trading counterparties (92% of the time). This was also observed for their interactions on lit exchange markets (see paragraph 49–52);” p. 54. AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. Report 452 – Review of high-frequency trading and dark liquidity, October 2015. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-452-review-of-high-frequency-trading-and-dark-liquidity/> Último acesso em 23.9.2024.

¹³⁸ MACEY, Jonathan R. O'HARA, Maureen. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, v.6, 1997. Pp. 188-223.

na internalização de ordens guarda relação com a teoria da agência, uma vez que a posição de agente do investidor que o intermediário assume pode ir de encontro com a posição de principal dele como contraparte da operação de seu cliente.¹³⁹ Assim, quando o intermediário atua como contraparte da operação do cliente por meio da internalização, há incentivos para que ele busque na verdade o melhor preço para si, na posição de principal, e não para o seu cliente.

93. Também encontramos artigo que, ao analisar o processo de internalização de ordens no contexto da MiFID II na União Européia, concluiu que a internalização poderá ampliar o conflito de interesses entre intermediário e investidores na medida em que os investidores de varejo têm informações e conhecimento limitados, de forma que não conseguem efetivamente monitorar os internalizadores.¹⁴⁰

ii) *Pagamento pelo Fluxo de Ordens e Conflito de Interesses*

94. Sobre o pagamento pelo fluxo de ordens, verificamos dois artigos que analisam os potenciais problemas nesse arranjo, ambos contando com Robert Battalio como um dos coautores e datados de 2016.

95. Um dos artigos afirma que, diante do mercado norte americano, os incentivos para direcionar a ordem para os locais de negociação que pagam pela ordem são potencialmente problemáticos e podem conflitar com o dever fiduciário do intermediário de obter a melhor execução para seus clientes. Desse modo, apesar das regras do mercado estadunidense protegerem as melhores cotações, os arranjos de PFOF podem

¹³⁹ “*Preferencing arrangements and internalization essentially allow for vertical integration by allowing the broker-dealer to internalize their order flow. If there are vertical economies of scale, then such arrangements hold the potential for improvements in execution costs for traders. It is also possible, however, that vertical integration could reduce customer welfare due to the dealer’s ability to exploit its oligopolistic position more fully. In particular, because the broker-dealer takes the other side of each transaction, the agency relationship connected with its broker role may conflict with the principal role of its dealer position.*”, MACEY, Jonathan R. O’HARA, Maureen. *The Law and Economics of Best Execution*. Journal of Financial Intermediation, v.6, 1997. Pp. 188-223, p. 212.

¹⁴⁰ O aumento nos custos de monitoramento decorrentes da internalização de ordens é reconhecido na doutrina, senão vejamos: “*In addition, internalisation may amplify conflicts of interest as retail traders have limited knowledge and cannot effectively monitor internalising firms.*” FERRARINI, Guido. RECINE, Fabio. *The Mifid and Internalisation. Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, The Mifid and Beyond*, G. Ferrarini, E. Wymeersch, eds., Oxford University Press, 2006, p. 239-249. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=922284 Último acesso em 1.10.2024.

levar os intermediários a direcionarem ordens para locais que oferecem menor melhoria de preço, pior liquidez, e execuções mais lentas.¹⁴¹

96. No outro artigo, publicado no *The Journal of Finance*, os autores concluíram que que o encaminhamento de ordens baseadas primariamente em benefícios para o intermediário – como o caso do PFOF – são inconsistentes com o dever de melhor execução.¹⁴² O estudo empírico realizado focou na análise de ordens em que eram oferecidos rebates de liquidez, tendo sido verificado que as ordens direcionadas para os locais de negociação que ofereciam os mais altos rebates de liquidez tinham menor qualidade de execução da ordem.¹⁴³

97. Também encontramos artigo que afirma que o *preferencing* e a internalização podem levar a uma colusão tácita entre os intermediários, criando um ambiente em que os intermediários podem "acompanhar" uns aos outros, ajustando seus *spreads* (diferença entre o preço de compra e venda) de maneira menos agressiva, o que resulta em preços menos competitivos.¹⁴⁴

iii) Pagamento pelo Fluxo de Ordens no Brasil

98. Também encontramos artigos que descrevem a experiência brasileira com a internalização e o pagamento pelo fluxo de ordens.

¹⁴¹ BATTALIO, Robert. SHKILKO, Andriy., NESS, Robert Van. To Pay or Be Paid? The Impact of Taker Fees and Order Flow Inducements on Trading Costs in U.S. Options Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 51, n.5, outubro 2016. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/44157834>

¹⁴² "Despite these caveats, our results suggest that order routing decisions have an important impact on limit order execution quality and that routing decisions based primarily on rebates/fees are inconsistent with best execution. For limit order traders, there are significant opportunity costs associated with routing all nonmarketable limit orders to a single venue offering the highest liquidity rebates. We therefore conclude that brokers cannot have it all." BATTALIO, Robert; CORWIN, Shane A.; JENNINGS, Robert. Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 5, 2016, p. 2193-2238.

¹⁴³ "Overall, we document a strong negative relation between take fees and several measures of limit order execution quality. Based on this evidence, we conclude that the decision of some national brokerages to route all nonmarketable limit orders to a single exchange paying the highest rebate is not consistent with the broker's responsibility to obtain best execution." BATTALIO, Robert; CORWIN, Shane A.; JENNINGS, Robert. Can brokers have it all? On the relation between make-take fees and limit order execution quality. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 5, 2016, p. 2193-2238.

¹⁴⁴ KLUGER, Brian D.; WYATT, Steve B. Preferencing, Internalization of Order Flow, and Tacit Collusion: Evidence from Experiments. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 37, n. 3, p. 449-469, 2002.

99. O artigo "XP Facilitation, Oferta RLP e Internalização à Brasileira" explora os impactos e controvérsias em torno da internalização de ordens e da oferta RLP (Retail Liquidity Provider) no mercado brasileiro. Ele analisa o surgimento da prática e como ela gerou incentivos para intermediários atuarem como contraparte de ordens de investidores de varejo, o que aumentou a receita das corretoras e a base de clientes, mas também levantou preocupações sobre conflito de interesses e transparência no processo de formação de preços.¹⁴⁵

100. O artigo "Internalizando a internalização de ordens" também analisa o contexto da oferta RLP. O estudo busca avaliar seus impactos dessa prática sobre a qualidade do mercado, especificamente em contratos de minidólar e índice. Embora o artigo reconheça que a internalização pode reduzir custos de negociação e aumentar a liquidez, ele também aponta riscos, como a seleção adversa, que pode prejudicar os investidores restantes no livro de ofertas. O estudo conclui que, apesar desses riscos, os efeitos foram majoritariamente positivos, sendo observado o aumento no volume de negociações e poucas mudanças significativas nos spreads, principalmente para contratos de índice.¹⁴⁶

101. Ainda, a CVM publicou um artigo assinado por Margareth Noda e Marcos Galileu Lorena Dutra sobre o pagamento pelo fluxo de ordens no Brasil, intitulado "Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro". De acordo com o artigo, a remuneração paga ao intermediário que repassa as ordens é viabilizada pelos melhores preços que o quem comprou o fluxo de ordens consegue na posição de contraparte dessas ordens. Assim, controvérsia está no fato de que o intermediário se apropria de todos os eventuais ganhos decorrente da diferença de preços.¹⁴⁷

¹⁴⁵ COSTA, Isac Silveira da. XP facilitation, oferta RLP e internalização à brasileira. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 92/2021, p. 15 – 45, 2021.

¹⁴⁶ GENARO, Alan de, SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens. SSRN Electronic Journal, 2021. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=3986368>>. Último acesso em 24.9.2024.

¹⁴⁷ "Em síntese, em um arranjo de PFOF, as corretoras com ordens de clientes de varejo direcionam as ordens de compra e venda de seus clientes a um outro intermediário, i.e., um market maker, em troca de remuneração. Esta remuneração é viabilizada pelos melhores preços que o market maker consegue no mercado, residindo aqui uma das controvérsias sobre a sistemática: o ganho decorrente da diferença de preços não é necessariamente transferido para o cliente, mas retido pelo market maker, que, dessa forma, consegue remunerar a corretora pelo repasse das ordens de seus clientes" NODA, Margareth. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. Payment for Order Flow: a experiência internacional e o tratamento no caso brasileiro. Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt->

iv) *Assimetria Informacional e Cream Skimming*

102. Sobre a assimetria informacional, vimos artigo que afirma na verdade seriam as restrições ao *dark trading* que levam a uma redução na eficiência informacional do mercado. Isso porque os autores entendem que a eficiência informacional do mercado diminui quando há menor volume de negociações não informadas, pois isso desincentiva intermediários informados a buscar informações. A presença de *dark pools*, por sua vez, aumenta o volume de negociações não informadas, já que oferecem um ambiente mais seguro e barato para esses intermediários, reduzindo o risco de seleção adversa.¹⁴⁸

103. Também sobre o tema do conflito de interesses decorrente da assimetria informacional, há artigo comentando dois casos envolvendo a SEC e operadores de *dark pools*. Os casos, em resumo, envolviam o uso de informações confidenciais, como sobre ordens não executadas, para favorecer as operações dos intermediários que detinham as *dark pools*. Ainda que a SEC tenha punido os intermediários nestes casos, o artigo de 2015 argumenta que a regulamentação então existente nos Estados Unidos não seria suficiente para combater estes conflitos de interesses nas *dark pools*.¹⁴⁹

104. Um dos pontos de conflito que é retratado na doutrina decorrente da assimetria informacional é a prática do *cream skimming*. Sobre este tema, artigo publicado no *The Journal of Finance* apresentou uma consequência prática do *cream skimming*: quanto mais os intermediários *cream-skim* os bons ativos nos mercados opacos, mais isso piora

[br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro-construindo-as-bases-da-regulacao-financeira-moderna-no-brasil](https://educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/livro-construindo-as-bases-da-regulacao-financeira-moderna-no-brasil) Último acesso em 23.9.2024.

¹⁴⁸ "As informed traders typically execute against uninformed order flow, informational efficiency is impaired when uninformed trading volume falls. Specifically, in the absence of sufficient uninformed trading volumes, informed traders become disincentivised to acquire information that could be incorporated into prices through their trading activity [...] There is an increase in uninformed trading volume in the aggregate market in the presence of dark trading, because dark pools allow uninformed/liquidity traders to trade safer (it lowers adverse selection risk for uninformed traders) and cheaper" IBIKUNLE, Gbenga. LI, Youwei. MARE, Davide. SUN, Yuxin. Dark matters: The effects of dark trading restrictions on liquidity and informational efficiency. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2021, p.19. Disponível em: https://libkey.io/10.1016/j.intfin.2021.101435?utm_source=ideas Último acesso em 1.10.2024.

¹⁴⁹ HINTZ, Allison. Lost in the Dark: An Analysis of the SEC's Regulatory Response to Dark Pools. *DePaul Business and Commercial Law Journal*, v. 13, 2015.

os termos que um emissor conseguiria pelo ativo no mercado transparente e, consequentemente, o seu poder de barganha nos mercados opacos.¹⁵⁰

105. Ainda, estudo empírico realizado com ações de empresas holandesas, especificamente as que compõem os índices AEX Large and Mid Cap da Bolsa de Amsterdã, concluiu que há evidências de *cream skimming*, uma vez que foi observado que as ordens dos investidores menos informados são atraídas para os mercados opacos, deixando as ordens dos investidores mais informados nos mercados transparentes.¹⁵¹

VIII. Documentos emitidos por Organizações Governamentais e Não Governamentais

106. Analisamos relatório do Congressional Research Service dos Estados Unidos, de 2014, denominado “*Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments*” que traz preocupações que surgem das *dark pools*. No documento, foi apontado como quando há fragmentação do mercado se oferece aos intermediários a oportunidade de direcionar ordens para locais que atendam melhor aos seus próprios interesses, como, por exemplo, onde recebem pagamento pela ordem ou alguma taxa adicional, o que pode prejudicar os investidores.¹⁵²

107. O relatório também aborda a questão dos *high frequency traders* no contexto dos *dark pools*. Levantou-se a preocupação de que nos Estados Unidos os *high frequency*

¹⁵⁰ “When more dealers cream-skim good assets, this worsens the terms originators can get for their assets on the organized exchange and in turn their bargaining power on OTC markets”. BOLTON, Patrick. SANTOS, TANO. SCHEINKMAN, José A. Cream Skimming in Financial Markets, The Journal of Finance, v. 71, n 2, April 2016, p. 711.

¹⁵¹ “The negative impact of dark trading is consistent with a ‘cream-skimming’ effect, where the dark markets mostly attract uninformed order flow which in turn increases adverse selection costs on the visible markets. More generally, our results imply that the type of trading venue determines the overall costs and benefits of competition between trading venues.”, DEGRYSE, Hans and DE JONG, Frank and VAN KERVEL, Vincent, The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality (January 2014). TILEC Discussion Paper No. 2011-026, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1815025> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1815025> p. 30.

¹⁵² “The multiplicity of pools may also pose special challenges to traders, including the cost and logistical burden of accessing the various venues. Another concern is that the fragmentation affords brokers greater opportunity to route customer orders to venues that best meet the brokers’ needs (for example, through rebate payment trade enticements) rather than to those that might ultimately be best for their customers.” SHORTER, Gary. MILLER, Rena S. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments. Congressional Research Service, September 2014. p. 6-7. Disponível em: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R43739#page=9.41> Último acesso em 1.10.2024.

traders estariam executando ordens no mercado transparente com a finalidade de manipular os preços nas *dark pools*.¹⁵³ Igualmente, apontou-se que os *high frequency traders* pagavam por acessos às *dark pools* para se aproveitar do fluxo de ordens do investidor de varejo, muitas vezes praticando o *front-running*.¹⁵⁴

108. Também analisamos documento do CFA Institute, o qual do mesmo modo analisou o contexto das *dark pools*. O documento discorre sobre como é possível que os *wholesalers* pratiquem o *cream skimming*, na medida em que utilizam as ordens de investidores de varejo para obter vantagem, executando internamente as ordens que são lucrativas (aquelas contrárias ao movimento esperado do mercado) e direcionando as não lucrativas para outros mercados. Esse processo baseia-se na vantagem informacional que esses formadores de mercado têm sobre os investidores de varejo, devido à menor sofisticação destes.¹⁵⁵

¹⁵³ "Some have raised concerns that some HFT firms may be placing orders in the lit markets for the purpose of manipulating securities prices in dark pools." SHORTER, Gary. MILLER, Rena S. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments. Congressional Research Service, September 2014. p. 7. Disponível em: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R43739#page=9.41> Último acesso em 1.10.2024.

¹⁵⁴ "In his book *Flash Boys*, Michael Lewis describes instances in which HFT firms that paid for access to dark pools preyed upon the pool's retail order flow, sometimes by front-running those orders.", SHORTER, Gary. MILLER, Rena S. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments. Congressional Research Service, September 2014. p. 3. Disponível em: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R43739#page=9.41> Último acesso em 1.10.2024.

¹⁵⁵ "Upon receipt of the order flow, the wholesale market maker typically fills orders internally against its own account or, if an order is undesirable, routes it to other wholesalers, other internalization pools, other market centers, or exchanges for execution. The routing algorithm is determined by such factors as the depth of liquidity available in other pools, other payment for order flow arrangements, trading venue access fees, and so forth.¹⁵ In this manner, internalization is also referred to as "preferencing," reflecting the fact that the retail market maker executes the orders it chooses under the terms of its pre-arranged agreement with the retail brokerage firm and routes any unwanted orders elsewhere. Because retail investors are typically less well-informed than professional or institutional investors, retail order flow is very desirable to wholesale market makers. Their information advantage means that they can preference those retail orders that are on the wrong side of the market (that is, against the direction of expected market movements in the short-term and hence profitable to the market maker) and route any other orders to other market centers. This practice has also been referred to as "cream skimming" in academic literature (see Section 4 for further discussion).", CFA Institute. Dark Pools, Internalization and Equity Market Quality, October 2012, p. 16. Disponível em: <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf> Último acesso em 1.10.2024.

IX. Documentos emitidos por consultorias

i) *Fragmentação de Mercado - Relatório Oxera a pedido da CVM*

109. A consultoria Oxera Consulting Ltd. (“Oxera”) preparou, em junho de 2012, a pedido da CVM, relatório a respeito dos potenciais custos e benefícios na introdução de maior concorrência no mercado para negociação e pós-negociação no Brasil denominado “*What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil?*”¹⁵⁶

110. Referido documento apontava preocupação com o fato de que intermediários pudessem priorizar seus lucros em detrimento da melhor execução das ordens de seus clientes num contexto de fragmentação de mercado. Isto porque, o custo para atender as regras de melhor execução aumentariam na medida em que há mais locais de negociação, uma vez que os intermediários deveriam acessar os diferentes locais de negociação para averiguar em quais desses lugares a melhor de execução estaria disponível.

111. Ainda, o documento apontou que as regras sobre o dever de melhor execução deveriam assegurar que se levasse em conta a escolha do local de negociação. Isso porque quando os intermediários incorrerem em custos diferentes para utilizar diferentes plataformas de negociação, e esses custos não puderem ser repassados diretamente aos investidores, pode haver um desalinhamento entre os interesses do investidor e o intermediário. Especificamente, se o melhor preço disponível para um ativo estiver em uma plataforma de negociação que seja relativamente cara (em termos de custos para o intermediário), o intermediário pode ter um incentivo financeiro para usar a plataforma de negociação mais barata, que oferece um preço pior para o investidor.

112. O estudo também indicou que: (a) os custos de regulação de um mercado fragmentado tendem a ser maiores, considerando tudo mais constante; (b) visando à eficiência dos mercados, as mudanças em direção à nova estrutura regulatória podem e devem ser desenhadas antes da entrada concreta de um concorrente, ainda que as novas regras não venham a ser implementadas até a efetiva mudança; e (c) em um ambiente de

¹⁵⁶ Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-18062012.pdf Último acesso em 23.9.2024.

concorrência, a supervisão do mercado não deve ser feita por uma das entidades prestadoras de serviços de negociação, e sim por um ente separado – tendo como base a experiência da Austrália, a Oxera sugeriu a transferência de algumas atividades para o órgão regulador, embora reconhecesse a existência de outros modelos.

ii) *Pagamento pelo Fluxo de Ordens e Preferencing*

113. O artigo intitulado “The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow”, produzido pela BestEx Research em maio de 2021, tenta identificar os pontos positivos e negativos do pagamento pelo fluxo de ordem.¹⁵⁷

114. De um lado, a internalização pode beneficiar a todos os envolvidos porque permite que todos, inclusive os investidores de varejo, tenham um incremento no seu lucro. Assim, o arranjo resulta em um *spread* mais apertado pago pelos investidores de varejo para sua demanda imediata de liquidez, receita para o corretor de varejo e uma maior parte do *spread* ganha pelos formadores de mercado—um resultado melhor para todos.

115. De outro, de acordo com o artigo, os investidores de varejo se beneficiariam ainda mais de uma estrutura de mercado alternativa que não envolvesse arranjos privados entre intermediários de varejo e *wholesalers*. Isso porque o NBBO se estreitaria significativamente se o fluxo de ordens de varejo não tóxicas fosse movido para as bolsas e a assimetria de informações entre *wholesalers* e formadores de mercado “regulares” de alta frequência fosse eliminada. Os autores afirmam que o próprio NBBO diminuiria, superando a diferença de 15% entre o que está atualmente disponível nas bolsas e o que os atacadistas oferecem na forma de melhoria de preço.

* * *

¹⁵⁷ “PFOF is front and center again as a result of the “GME-gate” controversy. Retail investors are fuming at the prospect that wholesaling market makers may have influenced Robinhood into stopping trading in GME. Those against PFOF equate it to “legal bribery” when retail brokers sell order flow to wholesalers in exchange for revenues and allege that wholesalers are front running their orders. Others say that PFOF improves outcomes for retail investors, reducing their trading costs more than ever. As is almost always the case, the truth is likely somewhere in the middle. In this paper, we unpack the market structure surrounding wholesaling, analyze its impact on investors’ execution quality, and recommend ways to improve market structure for retail investors and all market participants.”, BestEx Research. The Good, The Bad, The Ugly of Payment for Order Flow, May 2021, p. 2. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow> Último acesso em 1.10.2024.