



**12 de novembro de 2024**  
**3910/2024-DAR-BSM**

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade da CVM

E-mail: [asa@cvm.gov.br](mailto:asa@cvm.gov.br)

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

Prezados Senhores,

1. A BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) cumprimenta essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa de convidar o mercado, mediante o Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/2024 (“Edital”), a debater o tema da Internalização de Ordens no mercado de capitais brasileiro. A BSM parabeniza também a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos pelo Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório que embasa o Edital (“Relatório”). Temos segurança de que as contribuições do mercado feitas a partir da sólida base construída serão de grande valia para a análise da necessidade ou conveniência de regulação do tema, considerando seus potenciais benefícios, prejuízos e inevitáveis externalidades.

2. O Edital aborda um número elevado de aspectos, desde o levantamento da base regulatória atual, passando pela análise de seus fundamentos, Participantes afetados, *benchmark*, objetivos e comentários gerais. Por meio do Edital, a CVM solicita aos Participantes e interessados da sociedade que abordem a temática a partir de questionamentos previamente descritos no estudo.

3. A BSM, contudo, não pretende abordar todos esses elementos nesta manifestação. Dada a sua posição de independência e autonomia como entidade autorreguladora dos mercados organizados administrados pela B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") e a consequente necessidade de distanciamento dos objetivos de ordem econômica por ela perseguidos, que possam justificar a escolha de quaisquer dos caminhos em debate, a BSM concentrará sua análise aos potenciais riscos e impactos que a eventual admissão do mecanismo de internalização de ordens trará para a efetiva supervisão e fiscalização dos mercados e seus agentes, assim como ao alcance de medidas de *Enforcement* quando necessárias ("*Enforcement*"), para a preservação da integridade, credibilidade e atratividade dos mercados organizados.

4. De todo modo, na visão da BSM, o principal objetivo de qualquer discussão para viabilização da internalização de ordens deve ser, sempre, o potencial benefício que a medida poderá trazer aos mercados, seus Participantes e investidores, quaisquer que sejam, em termos de transparência, integridade, simetria informacional, melhora de execução, preservação da liquidez, incremento de competitividade, efetividade de supervisão e fiscalização, entre outros.

5. Em grande parte dos estudos elaborados sobre o tema não parece ser possível experimentar potenciais ganhos em todas as dimensões. Além disso, frequentemente, o atingimento de alguns dos objetivos propostos vêm às custas do enfraquecimento de princípios igualmente caros para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, embutindo escolhas contraditórias. Por exemplo, uma redução do *bid-ask spread* nos negócios internalizados pode vir ao custo de redução de liquidez no livro central de ofertas, o que levaria ao efeito oposto de alargamento do *bid-ask spread*.

6. Portanto, por se tratar de um tema que traz grande impacto na atual estrutura regulatória do mercado brasileiro, que, por sua vez, é dotado de características estruturantes bastante próprias e que serão retomadas adiante, é fundamental que benefícios, impactos e riscos sejam sempre mapeados e ponderados. De todo modo, o mais importante é que a solução que eventualmente se desenhe enderece

de fato um problema real e que não traga consequências indesejadas a aspectos fundamentais do mercado, considerando as especificidades e a liquidez do mercado de capitais brasileiro.

7. A manifestação está organizada nas seguintes seções: (I) Ambiente de negociação em mercados organizados; (II) Desafios impostos à supervisão pela internalização de ordens; (III) Resultados observados em jurisdições que adotam a Internalização; (IV) Infraestruturas de compensação e liquidação e depósito centralizado; (V) Identificação do beneficiário final de uma transação; (VI) Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos; e (VII) Considerações Finais.

#### **I. Ambiente de negociação em mercados organizados**

8. A discussão sobre internalização de ordens não está restrita, no estudo que fundamentou a Tomada Pública de Subsídios, ao segmento de bolsa. Na visão da BSM, é possível ponderar, inclusive, que o mercado de balcão organizado oferece importantes subsídios para se avaliar os impactos de um processo de internalização, à medida que, nos casos de registro de operações previamente realizadas (Resolução CVM nº 135, artigo 142, IV), as ofertas, ordens e negócios dão-se massivamente no ambiente interno dos intermediários, e a publicidade das operações e suas condições (preço) devem ocorrer com o registro do negócio e em tempestividade adequada a subsidiar a informação dos preços praticados pelo mercado.

9. Desse modo, ainda que haja diferenças importantes entre propostas de internalização de ordens e o mercado de balcão organizado e que o tema da formação de preços não tenha a mesma mecânica nesse mercado, esse segmento nos parece prover bons subsídios para a discussão e amadurecimento do tema em diversos aspectos, em especial em termos de potencial ampliação da liquidez e desafios relacionados à transparência e tempestividade da divulgação das informações sobre as operações para subsidiar as decisões por investidores.

10. Para os fins desta manifestação, contudo, reconhecemos que, ainda que o mercado de balcão organizado forneça subsídios importantes, os maiores desafios para discussão do processo de internalização de ordens estão no segmento de bolsa. Portanto, a BSM avaliará os impactos em supervisão e fiscalização nesse segmento.

11. Como se sabe a negociação no ambiente de mercado organizado de bolsa envolve um complexo sistema de interações entre ordens de compra e venda, que são centralizadas e monitoradas para assegurar a transparência e a formação adequada de preços. Desse modo, a Resolução CVM nº 135, em seu artigo 119, define este ambiente como um mercado transparente, em que a visibilidade na pré e na pós negociação e o registro das operações são fundamentais para a disseminação pública das ofertas e dos negócios realizados. Para garantia de tal transparência, a CVM determina que as informações sobre ofertas, negócios, incluindo preços, quantidades e horários, devem ser continuamente divulgadas pela entidade administradora de mercado organizado.<sup>1</sup>

12. A inserção de ofertas e a execução de ordens de investidores no sistema de negociação também estão sujeitas à regulamentação, monitoramento e supervisão para identificar conflitos de interesse, quebra de deveres fiduciários e normas de conduta, uso de informação privilegiada, manipulação de mercado, entre outros ilícitos. Para assegurar que a prevenção a essas irregularidades seja efetiva, os negócios são monitorados em tempo real e *off-line*, continuamente.

13. Nesse ambiente de prevenção é que se posicionam as entidades responsáveis pela supervisão e fiscalização do mercado. Tanto o regulador, como Entidades Administradoras de Mercados Organizados, Entidades Autorreguladoras e intermediários são *gatekeepers*, cuja atuação objetiva garantir, de modo contínuo, a manutenção da higidez, integridade e credibilidade do mercado de capitais. Para que tais funções sejam exercidas com eficiência pelo regulador e autorregulador, a

---

<sup>1</sup> CVM, Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 2ª Edição, Rio de Janeiro, 2022. p. 315

chave está sobretudo na independência de atuação e no amplo acesso à informação, tanto dos elementos prévios à negociação, como a interação de ofertas no livro central, quanto dos dados posteriores dos negócios realizados. Quanto mais completos, estruturados e menos fragmentados forem os dados disponíveis às entidades de supervisão e fiscalização, maiores as condições dessas entidades de realizarem seus trabalhos e cumprirem seus deveres de prevenir, identificar, mitigar e dar tratamento a práticas ilícitas de mercado.

14. A BSM entende, por esse motivo, que qualquer discussão relacionada à internalização de ordens e, conseqüentemente, seus impactos na supervisão e fiscalização, bem como na proteção dos investidores, deve ter como pilar a necessidade de manutenção e disponibilização, de modo simples, padronizado, contínuo e tempestivo, da integralidade dos dados na pós-negociação (negócios e alocação) e demais elementos relacionados à atuação e aos deveres dos intermediários no mercado organizado e nas infraestruturas de pós-negociação (*Clearing* e Central Depositária). Tais dados devem estar à disposição dos órgãos encarregados de supervisionar e fiscalizar esses mercados e seus Participantes.

15. Ademais, também deve ser avaliada a necessidade de adequar o arcabouço regulatório existente, em especial a Resolução CVM nº 35 e a Resolução CVM nº 135, que foram pensadas para uma outra realidade e podem não ser suficientes para dar conta da complexidade da situação do intermediário internalizador sistemático, bem como de se estabelecer a segregação das atividades de internalização sistemática de ordens das demais atividades desenvolvidas pelo intermediário.

16. Isso porque, o intermediário que venha a atuar como internalizador sistemático de ordens passará a exercer atividades que extrapolarão suas funções tradicionais de intermediário e que, de certa forma, muito se aproximarão daquelas funções atribuídas a uma entidade administradora de mercado.

17. O intermediário, ao pretender funcionar como um internalizador sistemático, além de mediar a compra e venda de valores mobiliários por uma taxa de

corretagem ou atuar como provedor de liquidez em troca do *spread*, também passa a ser responsável por administrar mercado *off exchange*, o que implica obtenção de receitas por meios diversos daqueles característicos de um intermediário.

18. Considerando a alteração qualitativa nas atividades e receitas dos intermediários que passarem a atuar como internalizadores sistemáticos, o referido cenário poderia ensejar *race to the bottom*<sup>2</sup>, visto que tais intermediários poderiam se beneficiar economicamente do exercício de atividades semelhantes às de uma entidade administradora de mercado, mas sem os encargos regulatórios e custos delas decorrentes.

19. Assim, em eventual contexto de internalização, com o objetivo de manter a integridade do mercado e mitigar uma assimetria regulatória, deve ser avaliada a necessidade de adaptações nos normativos existentes, em especial da Resolução CVM nº 35 e da Resolução CVM nº 135, a fim de endereçar adequadamente as responsabilidades de internalizadores sistemáticos de ordens, para que passem a observar normas de conduta compatíveis com as funções desempenhadas.

20. Também, em razão dos conflitos que podem emergir desse regime, mostra-se necessário estabelecer a segregação das funções típicas de intermediário daquelas de um internalizador sistemático, a exemplo do que a CVM estabelece para outras atividades autorizadas como administração de carteira, análise e consultoria de valores mobiliários.

21. Aliás essa medida é imposta no mercado europeu pela ESMA. Os arts. 9º, 45 e 63 do MiFID II<sup>3</sup>, versam sobre a segregação dos órgãos de administração. O

---

<sup>2</sup> Cenário em que, em razão das lacunas normativas existentes, os agentes são incentivados a agir de tal modo que os padrões regulatórios sejam desmantelados, resultando em externalidades negativas.

<sup>3</sup> “9º [...] Os Estados-Membros asseguram que o órgão de administração de uma empresa de investimento defina, supervise e seja responsável pela implementação dos mecanismos de governação que garantem a gestão eficaz e prudente da empresa de investimento, incluindo a separação de funções dentro da empresa de investimento e a prevenção de conflitos de interesse, e de modo a promover a integridade do mercado e os interesses dos clientes. [...] O órgão de administração acompanha e avalia periodicamente a adequação e a execução dos objetivos estratégicos da empresa na prestação de serviços e atividades de investimento e de serviços auxiliares, a eficácia dos mecanismos de governação da empresa de investimento e a adequação das

item 9 do preâmbulo do MiFIR<sup>4</sup>, por sua vez, veda a atuação de empresas de investimento e operador de mercado como intermediários internalizadores sistemáticos por meio do sistema de negociação organizado (*Organised Trading Facility* ou OTF) ou sistema de negociação multilateral (*Multilateral Trading Facility* ou MTF). Ainda, de acordo com o item 19<sup>5</sup> do preâmbulo do Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão, de 25 de abril de 2016, não deve ser permitido a um internalizador sistemático agrupar interesses de compra e venda de terceiros da mesma maneira funcional que uma plataforma de negociação.

22. Por fim, também deve ser avaliada a necessidade de se constituir autorregulação nos moldes que é estabelecido pela Resolução CVM nº 135 para o mercado organizado.

---

políticas relacionadas com a prestação de serviços aos clientes, tomando as medidas apropriadas para corrigir eventuais deficiências”.

“45 [...] Os Estados-Membros asseguram que o órgão de administração do operador de mercado define e fiscaliza a aplicação dos sistemas de governação que garantem a gestão efetiva e prudente da organização, incluindo a separação das funções no seio da organização e a prevenção de conflitos de interesse, e de tal forma que fomente a integridade do mercado”.

“63 [...] Os Estados-Membros asseguram que o órgão de administração de um prestador de serviços de comunicação de dados defina, supervisione e seja responsável pela implementação dos mecanismos de governação que garantem a gestão eficaz e prudente de uma organização, incluindo a separação de funções dentro da organização e a prevenção de conflitos de interesse, e de um modo que promova a integridade do mercado e os interesses dos seus clientes”.

Disponível em < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065>>. Acesso em 23 de outubro de 2024.

<sup>4</sup> “O operador de OTF ou qualquer entidade que integre o mesmo grupo ou pessoa coletiva que a empresa de investimento/ou o operador de mercado não deverá poder agir como internalizador sistemático no OTF por si operado. Além disso, o operador de um OTF deverá ficar sujeito às mesmas obrigações que um MTF no que diz respeito à gestão dos potenciais conflitos de interesses”.

<sup>5</sup> “Nos termos da Diretiva 2014/65/UE, um internalizador sistemático não deve ser autorizado a reunir interesses de compra e venda de terceiros nos mesmos moldes, em termos funcionais, que uma plataforma de negociação. Um internalizador sistemático não deve consistir num sistema interno de encontro de ordens que execute ordens de clientes numa base multilateral, uma atividade que requer autorização como sistema de negociação multilateral (MTF). Neste contexto, um sistema interno de encontro de ordens é um sistema que estabelece a correspondência entre ordens de clientes, que tem por resultado fazer com que a empresa de investimento realize enquanto parte principal a correspondência entre transações de forma regular e não ocasional”.

## **II. Desafios impostos à supervisão pela internalização de ordens**

### **II.1. O desafio informacional**

23. Segundo o Relatório da CVM, a internalização de ordens consiste na “interposição, por parte de um intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços”.

24. De acordo com a consulta pública promovida pela autorregulação canadense<sup>6</sup>, a internalização clássica implica um intermediário atuar enquanto agente nas duas pontas das ofertas internalizadas, contra carteira própria ou de outros, de forma sistemática, que pode ocorrer fora do mercado organizado (*off-exchange activity*). Nesse sentido, o fluxo de ordens internalizado não interage sob qualquer forma com as ofertas presentes no livro central de ofertas, não contribuindo, assim, para a formação de preços de forma transparente.

25. Portanto, a internalização, nesse modelo, permite ao intermediário, sem a necessidade de constituir e administrar um mercado organizado, com todas as implicações e exigências regulatórias que são requeridas, competir com ordens atualmente dirigidas ao livro central de ofertas, desviando-as para seus sistemas e internalizando-as.

26. Disso decorre que, em um ambiente de internalização *off exchange*, a informação disponível no livro central de ofertas, por definição, não refletirá as reais condições de mercado, conhecidas apenas pelos internalizadores. Em outras palavras, o livro de ofertas não conterá volume informacional suficiente para fundamentar a tomada de decisão dos investidores, sendo necessárias outras fontes de dados, podendo implicar, inclusive, em desincentivo para direcionamento

---

<sup>6</sup> CSA, ACVM; Joint CSA/IIROC Consultation Paper 123-406 - Internalization within the Canadian Equity Market. 2019. p. 1-2.



de ordens ao livro central de ofertas, o qual tem a função primordial e essencial de formação de preços. Tais efeitos se farão especialmente mais sentidos em mercados de menor liquidez.

27. Como bem observado no Relatório CVM, em que pese o processo de internalização não representar a única modalidade de liquidez opaca (*“dark liquidity”*) no mercado de capitais, ele pode implicar importante acréscimo a essa opacidade, a depender da capacidade de o mercado estruturar a divulgação agregada, na pré e na pós-negociação, de informações sobre as ofertas e negócios, inclusive em tempo real. Do mesmo modo, a fragmentação do mercado também representará desafios importantes para a regulação e autorregulação em relação à manutenção da integridade do mercado, prevenção à arbitragem regulatória e ocorrência de ilícitos.

28. Atualmente, regulador e autorregulador são capazes de supervisionar e fiscalizar os mercados organizados a partir dos dados gerados pela entidade administradora de mercado organizado e seus Participantes. Ao longo dos anos, a BSM, na qualidade de autorreguladora dos mercados organizados administrados pela B3 e no âmbito do seu mandato legal sob a Resolução CVM nº 135 (e antes dela a Instrução CVM nº 461, de 2007) desenvolveu uma série de alertas e filtros de ofertas e operações, com informações completas sobre o registro e a execução dos negócios nos ambientes de registro, negociação, liquidação e depósito da B3. Esses alertas identificam anormalidades estatísticas e padrões que alimentam a atividade de análise, supervisão e fiscalização da BSM.

29. No cenário de internalização de ordens, a transparência, a qualidade e a tempestividade dos dados gerados são consideravelmente prejudicadas, sendo essencial, para garantir uma supervisão e fiscalização autônomas, desenvolver meios de publicidade, coleta e validação dos dados de negociação. A multiplicidade de fontes de dados cria uma complexidade hoje desconhecida para a supervisão e fiscalização do mercado e seus Participantes.

30. A internalização também introduz elementos opacos ao fluxo de ordens<sup>7</sup>, fazendo com que o pressuposto da simetria informacional presente em um mercado organizado regulado de bolsa seja prejudicado, criando-se uma estrutura em que internalizadores passam a ter aguda supremacia informacional comparativamente aos demais Participantes de mercado, apropriando-se dessas informações para sua decisão de internalização.

31. O internalizador possui informações não disponíveis ao mercado em geral sobre a profundidade agregada ao mercado pelas ordens internalizadas e dos diferentes níveis de preço, podendo otimizar sua atuação em detrimento de Participantes que não possuem o mesmo nível informacional.

32. A utilização desse maior nível informacional e do fluxo de ordens interno para realizar ganhos em favor do seu próprio interesse com o uso da carteira proprietária ou com venda de fluxo de ordens, conhecida no exterior como *payment for order flow* ou PFOF ("PFOF"), é uma decorrência da internalização sistemática de ordens e uma das principais fontes de conflitos de interesse. Por isso, deverá sempre pressupor uma melhora de preço ou condições materiais e expressivas para os investidores, para as quais deve ser dada transparência.

33. Neste ponto, é necessário diferenciar o conceito de internalização de ordens com o produto denominado *Retail Liquidity Provider* ("RLP"), que não foi concebido para ser um instrumento de internalização sistemática de ordens por interagir com o livro central de ofertas do mercado organizado de bolsa, como será visto a seguir.

34. O RLP é uma modalidade de oferta voltada para execução de negócios de investidores de varejo, em que Participantes – ou provedores de liquidez por eles contratados – atuam como contraparte de operações de seus investidores de varejo somente, priorizando a execução da ordem cuja contraparte seja o próprio provedor de liquidez, em detrimento das ordens que estejam no livro central de ofertas. A

---

<sup>7</sup> BAYONA, Anna: Dark Pools and High Frequency Trading: a Brief Note. IEF Observatorio de Divulgacion Financiera, Número 48, Julio 2020.

oferta RLP é opaca e não fica visível no livro central de ofertas, mas os negócios oriundos das ofertas RLP agredidas ficam visíveis imediatamente após o fechamento do negócio<sup>8</sup>. Portanto, a BSM compreende que no RLP, ordens de investidores não são internalizadas, o que pode ocorrer é a priorização de ofertas RLP no livro central de ofertas da B3 e com determinadas condições aceitas pelos investidores.

35. Outro risco perceptível em termos de supervisão e fiscalização são os potenciais conflito de interesses que podem emergir entre internalizadores e investidores, sobretudo na falta de clara segregação das atividades de intermediação e de internalização sistemática de ordens, conforme mencionado anteriormente.

36. Como o internalizador tem acesso exclusivo a informações sobre a liquidez subjacente ao livro, amplia-se o risco de o internalizador explorar esse conflito e posicionar ordens de sua carteira em função desta informação, o que caracterizaria potencial *front-running* ou mesmo preterição de investidores. Este risco se amplifica com o uso de modelos eletrônicos automatizados.<sup>9</sup> No sentido contrário, com base nas informações que detém do mercado, o internalizador, arbitrariamente, pode deixar de atuar, não executando ordens a espera de condições de mercado que lhe sejam mais favoráveis, em detrimento da melhor execução para os investidores, materializando descumprimento de seus deveres fiduciários e conflito de interesses.

37. Em razão da execução de negócios fora do livro central de ofertas, ou seja, fora do ambiente supervisionado do mercado organizado, não está clara a responsabilidade de supervisão e fiscalização na estrutura de competências e responsabilidades atualmente regulamentadas pela Resolução CVM nº 135. Cabe aqui reiterar que a supervisão dos mercados internalizados pelo próprio

---

<sup>8</sup> Quando o negócio não for fechado, a oferta RLP é cancelada ao final do dia.

<sup>9</sup> MCNAMARA, Steven R., *The Law and Ethics of High-Frequency Trading*, 17 Minn. J.L. Sci. & Tech. 71 (2016). Disponível em: <https://scholarship.law.umn.edu/mjlst/vol17/iss1/2>

internalizador não parece consubstanciar uma solução adequada na percepção da BSM.

38. Da mesma forma, a supervisão exclusiva pelo regulador, sem a complementariedade do autorregulador, pode implicar complexidade e um incremento considerável no volume de trabalho e de investimentos tecnológicos e em recursos humanos, sobretudo se considerarmos a necessidade de uso de inteligência para cruzar dados de diferentes origens<sup>10</sup>.

39. Diante disso, a BSM entende que, em eventual cenário de internalização de ordens, a Resolução CVM nº 135 deveria ser revista para prever aos internalizadores obrigações e deveres simétricos àqueles de uma entidade administradora de mercado, dado que os internalizadores também congregarão funções próprias de uma entidade administradora de mercado organizado. Ademais, dada a conexão entre essas funções, salutar que a norma também preveja a obrigatoriedade de constituição de estrutura de autorregulação (segregada, independente e autônoma) responsável pela supervisão de internalizadores sistemáticos, nos moldes exigidos para o mercado organizado.

40. Exemplos de situações em que as dificuldades de supervisão e fiscalização se materializariam, representando externalidades importantes com a aprovação de um regime de internalização de ordens e retrocessos no nível de integridade atual de nossos mercados, podem ser encontradas em diversas dimensões. A título exemplificativo, podem-se citar as seguintes situações:

- (i) Perda de integridade, confiabilidade e tempestividade dos dados transacionais gerados a partir dos negócios internalizados e necessários para os trabalhos de supervisão e fiscalização;

---

<sup>10</sup> Recentemente a mídia especializada tem reportado uma discussão importante, no mercado americano, acerca do compartilhamento do custeio do Sistema CAT – Consolidated Audit Trail – cuja implementação tem custado já mais de US\$ 1 bilhão: [Citadel Securities leads fight over payments for market surveillance system \(ft.com\)](https://www.ft.com/content/f5184d6d-f2b0-424b-b9e4-22661fefa96e), em <https://www.ft.com/content/f5184d6d-f2b0-424b-b9e4-22661fefa96e>

- (ii) Perda de informação transacional (na pré e na pós negociação) para a supervisão e fiscalização, ampliando as dificuldades de análise de irregularidades como *front running*, preterição, manipulação de preços, criação de condições artificiais de oferta e demanda, entre outras;
- (iii) Falta de clareza regulatória em termos de atribuição de responsabilidade de supervisão dos internalizadores, criando ambiente para potencial arbitragem regulatória;
- (iv) Custos regulatórios e de observância assimétricos entre Participantes do mercado;
- (v) Perda de sinais informacionais necessários à tomada de decisão de investimento dos investidores e demais agentes de mercado;
- (vi) Materialização de conflitos de interesse;
- (vii) Configuração irregular ou inadequada do mecanismo de roteamento de ordens, sem possibilidade ou com grande complexidade para supervisão e fiscalização;
- (viii) Execução de ordens em detrimento do melhor interesse dos investidores, ou sem melhoria expressiva de preços;
- (ix) Utilização de informação do fluxo de ordens internalizado para realizar operações com informação privilegiada; e
- (x) Identificação do beneficiário final de operações, entre outros temas.

41. Disso decorre que, se admitida a internalização, é importante que se reflita sobre formas de se estabelecer a consolidação e intercâmbio de informações, bem como mecanismos de supervisão e fiscalização, seja com reforço de estrutura tecnológica e de pessoal no regulador, seja com a outorga de poderes de fiscalização a entidades autorreguladoras independentes.

## **II.2. A importância dos consolidadores de dados e supervisão de internalizadores**

42. Para fins de supervisão em um contexto de internalização, torna-se evidente a necessidade da consolidação de dados pós-negociação para que se possa ter

acesso aos dados transacionais de cada internalizador, podendo transmiti-los de forma tempestiva para os órgãos de supervisão e fiscalização. Afinal, uma consequência da internalização é a perda de transparência na pré-negociação e de seus respectivos dados, razão pela qual a consolidação dos dados pré e pós-negociação adquire especial relevância na tentativa de recompor este cenário anterior para viabilizar a supervisão e fiscalização.

43. A *Securities and Exchanges Commission* (SEC), para ter um parâmetro nacional de preço, necessitou criar consolidadores de dados, que captam os melhores preços de compra e de venda de negócios fechados em bolsas, de modo a criar o *National Best Bid and Offer*, ou NBBO. Esse parâmetro é utilizado para identificar se a execução de uma ordem internalizada ocorre a melhor preço ou em condições mais vantajosas para os investidores.<sup>11</sup>

44. Além do NBBO, o mercado norte-americano apresenta uma estrutura de consolidação de dados, tanto para bolsas quanto para os *Alternative Trading Systems* ("ATS"). Para consolidar os dados produzidos pelas negociações *off-exchange*, criou-se as *Trading Reporting Facilities* ("TRF's"), com a finalidade de se criar condições para verificar operações realizadas por um internalizador.

45. O Estudo da CVM também menciona a criação de um terceiro consolidador de dados, por iniciativa conjunta da SEC e FINRA, o *Consolidated Audit Trail* ("CAT")<sup>12</sup>. Trata-se de uma consolidação geral de dados transacionais, por meio de trilhas de auditoria, para fins de supervisão e fiscalização, contendo uma gama de dados mais ampla e completa. O CAT se apresenta como uma infraestrutura de dados robusta, com capacidade de armazenamento e processamento de dados,

---

<sup>11</sup> Já no mercado de commodities e futuros, a CFTC não permite que haja internalização de ordens, em razão do prejuízo causado pela internalização à transparência e formação de preços do livro central, bem como pela grande dificuldade de verificar e garantir a execução das ordens no melhor interesse dos investidores.

<sup>12</sup> SEC Rule 613.

compartilhados por meio de padrões pré-estabelecidos pelos Participantes dos mercados supervisionados<sup>13</sup>.

46. No caso de uma internalização de ordens, em razão da opacidade existente na pré-negociação e na descentralização dos registros de dados, para não se perder a visibilidade das transações e ser possível realizar o monitoramento necessário, eficiente e tempestivo dos internalizadores sistemáticos, será necessário desenvolver mecanismos de agregação de dados padronizados, resguardadas as proporções e as especificidades do mercado de capitais brasileiro. Em suma, a internalização implica abdicar da transparência na pré-negociação, o que aumenta a dependência dos dados na pós-negociação para que haja uma supervisão mínima.

47. Para tanto, além do custo decorrente da tecnologia necessária para realizar a consolidação dos dados transacionais, o regulador deve considerar que, em todas as jurisdições em que a internalização é permitida, a obtenção de dados na pré-negociação ainda parece consistir em um problema não totalmente equacionado.

48. Trata-se, portanto, de uma consequência inevitável da internalização, como já destacado anteriormente, permanecendo a supervisão e a fiscalização refém dos dados na pós-negociação e inexoravelmente latentes. Nesse sentido, os potenciais impactos na formação de preços teriam que ser endereçados por outros meios, razão pela qual, inclusive, jurisdições que adotaram a internalização e outras formas de negociação opaca impõem requisitos e exigências adicionais, como uma medida regulatória.

49. Desse modo, é importante considerar os impactos em investimentos que o desenvolvimento de consolidadores de dados pode demandar, com potenciais discussões sobre o compartilhamento desses investimentos. Como já citado no

---

<sup>13</sup> Vide < <https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/consolidated-audit-trail-cat>>. Acesso em 16 de setembro de 2024.> (acesso em 16 de setembro de 2024) e <<https://www.ft.com/content/f5184d6d-f2b0-424b-b9e4-22661fefa96e>> (acesso em 20 de setembro de 2024).

início desta manifestação, neste momento, encontra-se em andamento uma importante discussão sobre o custeio necessário para desenvolvimento e aperfeiçoamento do sistema CAT utilizado nos Estados Unidos<sup>14</sup>, que pode subsidiar a análise do regulador brasileiro.

### **II.3. Consolidadores de dados e latência**

50. A complexidade regulatória e de supervisão e fiscalização se amplia por força de desafios tecnológicos decorrentes da internalização.

51. Conforme anteriormente abordado, o NBBO é um parâmetro de preço nacional. Um equivalente poderia ser adotado no Brasil, podendo ser utilizado como comparativo para supervisionar e fiscalizar se o negócio foi fechado a preço e em condições mais vantajosas para os investidores no âmbito do internalizador. Contudo, o processo de coleta, agregação, tratamento e compartilhamento dos dados de consolidadores com o NBBO demanda tempo e recursos consideráveis para construção e validação, especialmente dentro do parâmetro da negociação algorítmica e em alta frequência, hoje massivamente presente no mercado de capitais brasileiro.

52. Em um cenário de internalização sistemática, a utilização de tecnologias avançadas mostra-se imprescindível, tendo em vista a possibilidade de se acentuar a assimetria informacional em razão da latência entre o recebimento da ordem, a internalização, a consolidação e a divulgação dos dados na pós-negociação. Nesse caso, as ordens poderiam não ser executadas necessariamente no melhor preço, uma vez que as condições de mercado poderiam se alterar no curto período compreendido entre a execução do negócio e a publicização dos dados.

---

<sup>14</sup> [Citadel Securities leads fight over payments for market surveillance system \(ft.com\)](https://www.ft.com/content/f5184d6d-f2b0-424b-b9e4-22661fefa96e), em <https://www.ft.com/content/f5184d6d-f2b0-424b-b9e4-22661fefa96e>



53. Portanto, as questões tecnológicas e a defasagem temporal, que recai sobre o internalizador e o consolidador de dados, podem criar distorções no atendimento da regra de melhor execução. O trabalho de consolidar, comparar e verificar se foi atendido dever de melhor execução passa a não ser trivial e exigir investimentos relevantes, um esforço grande e equipe dedicada.

54. Importante pontuar que a existência de agregadores de dados de bolsas e de ambientes de negociação *off-exchange* não seriam capazes de eliminar a assimetria informacional acarretada pela opacidade na pré-negociação, sobretudo considerando que negociadores de alta frequência são capazes de explorar a informação em termos de liquidez e preço dos ativos refletidos no livro central de ofertas<sup>15</sup>.

55. Considerando o exposto, como condição prévia à admissão à internalização, o regulador deve avaliar a conveniência de regular a atividade de consolidação de dados para dispor sobre a concessão de autorização ou reconhecimento dos consolidadores, incluindo requisitos mínimos para prestação desse serviço, bem como realizar a supervisão daqueles que exercerão essa atividade. Nesse ponto, cabe destacar que, apesar da possibilidade de se criar incentivos para que a iniciativa privada desenvolva tal atividade de consolidação de dados negociais, à semelhança do que aconteceu na Europa, esse pode não se concretizar. Por conta disso, torna-se imperioso que o regulador considere que, em um possível cenário de internalização, a atividade de consolidação de dados seja exercida pelo próprio regulador.

#### **II.4. Especificação do dever de melhor execução**

56. Com base na Resolução CVM n° 35, o Estudo da CVM esclarece que é dever do intermediário “adotar todas as medidas suficientes a fim de obter a melhor execução para seu cliente”, e nesta análise deve considerar indicadores como “o

---

<sup>15</sup> HINTZ, Allison: Lost in the Dark: An Analysis of the SEC’s Regulatory Response to Dark Pools. De Paul Bus & Com. L.J. 329 (2015).

preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza, e qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem”, sem trazer qualquer distinção entre os diferentes tipos de investidores (pessoas naturais, pessoas jurídicas, investidores institucionais, investidores não residentes).

57. De maneira distinta, o mercado norte-americano compreende quatro parâmetros específicos para a melhor execução em internalização de ordens. Como apontado no estudo da CVM, os EUA contam com a *Order Protection Rule*, vedando o “*Trade-through*”, ou execução a preço inferior ao melhor disponível em outro ambiente de negociação, bem como apontando outros requisitos a serem cumpridos pelos agentes de mercado.

58. Aqui cabe pontuar que sempre existirá uma latência entre o OMS do internalizador e o livro central de ofertas do mercado organizado, o que traz grande desafio em se aferir se o preço do livro central de ofertas é mais vantajoso para o cliente comparado às condições oferecidas pelo internalizador, dada a velocidade de mudança de cenário do livro central de ofertas entre o recebimento da ordem e a decisão de internalização.

59. Entendemos que a internalização deve contar com um arcabouço regulatório que obrigue execução da ordem sempre no melhor interesse dos investidores. Tais parâmetros devem contemplar a obrigatoriedade de o internalizador enviar para o livro central de ofertas, ordens de investidores que ordinariamente seriam internalizadas, caso circunstâncias do caso concreto, como assimetria no fluxo de ordens ou limitação imposta pelo percentual máximo de ordens que podem ser internalizadas, assim justifiquem. No mais, frisa-se que o internalizador não seria capaz de verificar tempestivamente se o preço no livro central de ofertas é melhor do aquele por ele ofertado, haja vista a latência entre seu OMS e o livro central de ofertas e a velocidade da mudança de cenário.

60. Neste ponto, outro desafio importante se apresenta. A ordem transmitida pelos investidores via DMA (*Direct Market Access*) é “intocável” (*no-touch*), devendo ser executada de acordo com os parâmetros imputados diretamente pelos investidores, sem intervenção do intermediário. Em um contexto de internalização,

não está claro como se processaria a execução de uma ordem DMA ou quais regras incidiriam nessa hipótese.

61. Parece ser necessária a criação de uma disciplina específica para lidar com ordens DMA no contexto em que a internalização é permitida de modo a assegurar a melhor execução. Uma possibilidade seria que os investidores optassem entre rotear sua ordem para o sistema de internalização ou para o livro central de ofertas. Outra seria impor ao intermediário a obrigação de rotear a ordem, mesmo na hipótese de DMA e desde que tal hipótese esteja regulamentada, ao mercado que represente o melhor benefício ao investidor, não somente em termos de preço, mas em todas as dimensões previstas na Resolução CVM nº 35.

62. Por exemplo, para fins de mitigação de conflito de interesses, caso o *spread* esteja aberto a um volume superior a um *tick-size*, poder-se-ia determinar a obrigação de melhora do preço no limite definido para o *tick-size*, revelado pelo internalizador e de conhecimento dos investidores, permitindo, inclusive, a competição entre internalizadores. Nos casos de *spread* fechado, deve-se assegurar que a melhora efetiva do preço seja feita em um tamanho de tick-size que o permita.

63. Em qualquer contexto, é fundamental assegurar que os investidores tenham conhecimento e informações suficientes para que possam compreender a forma como as suas ordens são tratadas e executadas, e conceder prévia e expressa autorização para que suas ordens possam ser executadas em ambiente internalizado<sup>16</sup>. Essas regras devem estar formalizadas em política do internalizador, em relação à qual o investidor deve manifestar expressamente sua adesão.

64. O melhor interesse do investidor deve ser sempre atendido em sua integralidade (trata-se da melhor execução, e não apenas de uma boa execução)

---

<sup>16</sup> IOSCO. Principles for Dark Liquidity, 2011: “Principle 5: Dark pools and transparent markets that offer dark orders should provide market participants with sufficient information so that they are able to understand the manner in which their orders are handled and executed.”

e não só em proporção suficiente para privilegiar a otimização do intermediário internalizador sistemático, a quem deverá recair a responsabilidade de demonstrar o atendimento da melhor execução ao cliente.

65. Nesse aspecto, o Sistema Eletrônico de Busca de Contrapartes, disponível no mercado organizado administrado pela B3 e oferecido atualmente por dois intermediários, poderia ser uma referência para o regulador.

66. Nesse mecanismo, as respostas às intenções de busca de contrapartes não têm preço definido, mas, sim, indicam mera aceitação da condição proposta da intenção que solicitou a busca da contraparte, em função de ser um sistema que não forma preço, derivando-o, em vez disso, do livro central de ofertas no *mid-point spread*, no momento do envio da oferta direta para a plataforma de negociação da B3. Também é responsabilidade dos intermediários, ao registrar as características da intenção dos investidores, validar as condições do livro central de ofertas no momento do envio da oferta direta para o sistema de negociação da B3, cujas evidências são enviadas mensalmente pelos intermediários à BSM<sup>17</sup> e, desta maneira, são supervisionadas e fiscalizadas de forma contínua e eficiente.

67. Portanto, ainda que a obrigatoriedade de envio de ofertas no *mid-point spread* possa ser revisitada em favor de um modelo que exija sempre a melhora de preço, a experiência do Sistema Eletrônico de Busca de Contrapartes pode trazer subsídios valiosos para a discussão.

68. Nos EUA, mercado mais experiente no que concerne à internalização de ordens, os mecanismos de supervisão sobre internalizadores sofrem ajustes periódicos, visando adaptar-se às novas práticas, aplicações e tecnologias. A título de exemplo, em 2022<sup>18</sup>, a seção de *disclosures* sobre roteamento de ordens foi adicionada ao relatório anual da FINRA. Em 30 de junho de 2024, por sua vez,

---

<sup>17</sup> <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/BSM-1-2023-Atualizacao-da-Norma-referente-a-Sistemas-Eletronicos-de-Busca-de-Contrapartes-Oferecidos-pelos-Participantes.pdf>

<sup>18</sup> <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports/2022-finras-examination-and-risk-monitoring-program/disclosure-routing-information>

foram publicadas as últimas emendas à *Regulation NMS*, exatamente no que diz respeito às práticas de roteamento de ordens e respectivos deveres informativos<sup>19</sup>. Pois bem, mesmo nos EUA, um mercado muito maior e mais líquido que o mercado brasileiro, os desafios impostos pela internalização à supervisão e fiscalização e ao regime informacional adequado ainda não estão plenamente endereçados e a regulação passa por contínuos aprimoramentos trazidos pela experiência com a internalização.

69. Portanto, na hipótese de uma alteração regulatória para permitir a internalização no mercado de valores mobiliários brasileiro, os critérios a serem observados na aplicação do princípio da melhor execução devem ser objeto de cuidadoso detalhamento e ponderação pelo regulador, levando-se em consideração o arcabouço de proteção do investidor em vigor e outros requisitos específicos e limites para a melhor execução nesse contexto.

## **II.5. Risco de incentivos perversos à qualidade dos controles**

70. Em um ambiente com internalização e venda de fluxo de ordens, pode existir um incentivo perverso ao enfraquecimento de controles e monitoramento, com potencial espaço para *race to the bottom* regulatório. Ou seja, pode-se estabelecer um padrão competitivo entre mercado organizado e internalizado, que gere enfraquecimento de regras e controles resultando na precarização do mercado.

71. Não deve haver arbitragem de regras e requisitos entre mercados, independentemente de sua categoria. Devem ser definidos padrões e requisitos mínimos de controles e governança para evitar fragilização e possível deterioração dos mercados organizados, com perda de atratividade, credibilidade e liquidez, tudo sem que haja contrapartida proporcional pelo lado dos benefícios a serem auferidos.

---

<sup>19</sup> <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/24-05>

72. O repasse do fluxo de ordens para locais com menor transparência e controles menos efetivos podem permitir a execução das ordens de maneira favorável aos internalizadores e em detrimento do dever de melhor execução em relação aos investidores. Caso a supervisão das operações internalizadas seja promovida exclusivamente pelas estruturas internas de controle dos próprios internalizadores, o risco se incrementa por força de potencial conflito de interesses. Portanto, mostra-se necessário segregar as atividades de supervisão e estruturar um arcabouço regulatório que preveja obrigações ao internalizadores similares, ou pelo menos não tão assimétricos, ao de um administrador de mercado organizado.

## **II.6. Adequação e verificação de roteadores de ordens**

73. Um dos fundamentos para a internalização de ordens está na possibilidade de segmentação do fluxo de ordens entre varejo e institucional, de modo a oferecer para os investidores de varejo possibilidades de execução sem a interação com ordens dos demais Participantes. Essa separação e direcionamento do fluxo de ordens ocorre por meio dos *Order Management Systems* (“OMS”) dos intermediários ou de mecanismos de roteamento de ordens semelhantes.

74. Tendo em vista o risco de potencial conflito de interesses associado à internalização de ordens, passível de ser materializado como *front-running*, ou mediante preterição, execução de ordens fora dos parâmetros da *Trade At Rule*, ou mesmo inobservância de indicadores operacionais como latência, é preciso assegurar que a configuração dos roteadores de ordens dos internalizadores sistemáticos atenda a parâmetros mínimos<sup>20</sup> definidos em normas. A integridade dos OMS, ou de mecanismos de roteamento de ordens semelhantes, pode constituir um dos principais elementos para garantir a execução dentro do melhor

---

<sup>20</sup> Conforme apontado anteriormente, ao longo dos anos a FINRA desenvolveu padrões para supervisão e monitoramento, alguns dos quais podem ser observados em:

<https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports/2024-finra-annual-regulatory-oversight-report/disclosure-routing-information>

interesse dos investidores, daí a necessidade de supervisão e fiscalização ativa e contínua para essa atividade.

75. Neste sentido, seria imprescindível a adoção de medidas regulatórias que pudessem mitigar potenciais conflitos de interesse, como a criação de parâmetros mínimos de OMS e/ou roteadores de ordens, com o objetivo de garantir eficiência e higidez operacionais, bem como políticas e controles apropriados para o seu monitoramento. Esses parâmetros precisam ser supervisionados e fiscalizados em processos de auditoria a serem desenvolvidos com base em requisitos mínimos estabelecidos e no acesso a trilhas e dados dos internalizadores, construção essa ainda não realizada ou sequer discutida no mercado de capitais brasileiro.

### **III. Resultados observados em jurisdições que adotam a Internalização**

76. Em jurisdições que adotam a internalização de ordens é possível observar a materialização de irregularidades relacionadas aos riscos mencionados anteriormente, corroborando a necessidade de se assegurar medidas regulatórias e mecanismos efetivos de supervisão e fiscalização dentro do mercado de capitais brasileiro.

77. Nos Estados-Unidos, a SEC e a FINRA, regulador e autorregulador respectivamente, endereçaram casos em que a configuração dos roteadores de ordens dos internalizadores não cumpriam com os deveres de execução das ordens no melhor interesse dos investidores. Ademais, notou-se que esses internalizadores não possuíam controles e procedimentos adequados para cumprir com os deveres de monitoramento dos roteadores de ordens.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> <https://www.finra.org/sites/default/files/2021-06/robinhood-financial-awc-063021.pdf>

O caso mais famoso e relevante relacionado a *Dark Pools* envolveu a Robinhood Financial LLC. Entre 2015 e 2018, a Robinhood fez afirmações enganosas sobre sua principal fonte de receita, que era o pagamento por fluxo de ordens (PFOF). Embora se apresentasse como uma plataforma de "negociação sem comissões", os clientes enfrentaram preços de execução inferiores em comparação com outros corretores, resultando em perdas agregadas de \$34,1 milhões.

As investigações demonstraram que a Robinhood oferecia PFOF superior às outras firmas, em detrimento do dever de melhor execução de seus clientes. O próprio sistema de roteamento de ordens dos clientes estava

78. Ainda envolvendo a configuração e qualidade de execução dos roteadores de ordens, a FINRA sancionou intermediários em razão da inadequação da latência de seus sistemas, que entregavam a execução em tempo e condições distintas das que corresponderiam à melhor execução nos padrões estabelecidos. Notou-se, novamente, falhas na implementação de controles adequados e no regime de *disclosure* pelos internalizadores.<sup>22</sup>

79. Os reguladores dos Estados Unidos, bem como de outros países que permitem a internalização, enfrentaram em seus respectivos mercados casos envolvendo inadequação da proteção dos dados de negócios e liquidez de seus investidores, inadequação de análise de condições de melhoria de preço, inadequação de procedimentos PFOF, uso indevido de informações confidenciais de negociação, *disclosure* de informações incorretas, quebra de deveres fiduciários, falta de divulgação e transparência dos potenciais conflitos de interesses e violação das regras de execução de negócios.<sup>23</sup>

---

programado para realizar execuções em benefício do intermediário, oferecendo condições piores à execução. Essas irregularidades se agravavam por faltas estruturais de controles e deveres de supervisão.

A detecção do caso foi possível, primariamente, por meio de denúncias de clientes, que permitiram identificar e direcionar os esforços de supervisão. Contudo, as irregularidades não foram detectadas, a priori, pela supervisão. Não obstante, a investigação foi possível em razão da existência de instrumentos adequados e da compreensão sobre a estrutura do negócio.

<sup>22</sup> <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-deutsche-bank-securities-inc-2-million-best-execution>

Entre 2014 e 2019, o Deutsche Bank Securities desenvolveu e operou um ATS conhecido como SuperX, que usava um sistema de Smart Routing para direcionar as ordens de seus clientes. O sistema apresentava uma latência alta para ordens executadas fora da ATS, entre 12% e 32% mais lentas que as executadas internamente, deixando as ordens sujeitas a pior execução do que o momento de mercado em que eram emitidas. Ficou comprovado que os diretores responsáveis tinham conhecimento do problema, mas não tomaram as devidas providências. Ficou comprovado que o sistema de monitoramento e supervisão do Deutsche Bank Securities não foi concebido de modo harmônico com os deveres de melhor execução da jurisdição americana.

A FINRA conseguiu detectar as falhas em suas auditorias, uma vez que o Deutsche Bank falhou em relatar corretamente uma quantidade relevante de transações no Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) do autorregulador. Com a detecção das falhas, a supervisão conseguiu focar seus esforços e identificar as irregularidades.

<sup>23</sup> Destacamos alguns dos casos analisados:

<https://www.finra.org/media-center/news-releases/2016/finra-fines-etrade-900k-best-execution-and-protection-customer-order>



80. Observa-se que muitos desses casos estão relacionados com a configuração dos roteadores de ordens, desdobrando-se em falhas de deveres de transparência e divulgação de informações, bem como falhas no dever de execução de negócios no melhor interesse dos investidores.

81. A análise dos casos de outras jurisdições envolvendo a internalização de ordens nos permite, por um lado, observar desafios que o mercado e seus agentes enfrentam para realizar procedimentos adequados de internalização, e, por outro, alguns dos requisitos que precisarão ser implementados para a supervisão e fiscalização adequadas, como o aprimoramento de controles internos de monitoramento e do dever de melhor execução, a necessidade de revisão de processos para evitar latência, bem como a necessidade de esclarecimento quanto às formas de remuneração e mitigação de possíveis conflitos de interesse. O exame da experiência concreta dos países que lidam com a internalização no dia a dia traz incertezas e reflexões importantes sobre quem se beneficia de tal modelo.

#### **IV. Infraestruturas de compensação e liquidação e depósito centralizado**

---

<https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2022/finra-fines-barclays-capital-inc-2-million-best-execution-violations>

Entre 2014 e 2019, a Barclays utilizou um sistema de distribuição de ordens de seus clientes com roteamento inteligente (smart order router – SOR), ao mesmo tempo que operava uma ATS conhecida por LX. Utilizando um data feed proprietário, o intermediário roteava para a LX as ordens de clientes quando identificava condições de liquidez apropriadas. Esse sistema não considerava a velocidade de execução ou outras oportunidades de price-improvement, por vezes executando as ordens fora do padrão de melhor interesse. Ademais, a Barclays falhou em estabelecer procedimentos de supervisão razoavelmente concebidos para garantir a melhor execução dentro do sistema. Essa categoria de falhas de controle que resultaram em falhas de melhor execução foram também observados em outros participantes.

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2014-114>

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-256>

<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/ia-6251.pdf>

<https://www.osc.ca/en/news-events/news/caldwell-investment-management-ltd-pay-18m-violating-trade-execution-rules>

<https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2023-releases/23-328mr-instinet-pays-670-500-penalty-over-set-and-forget-compliance-culture/>

<https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2015/33-9697.pdf>

[https://www.finra.org/sites/default/files/publication\\_file/February\\_2016\\_Disciplinary\\_Actions.pdf](https://www.finra.org/sites/default/files/publication_file/February_2016_Disciplinary_Actions.pdf)

82. A Resolução CVM nº 135, em seu artigo 2º, define operadora de infraestrutura do mercado financeiro como “entidade que realiza, cumulativa ou isoladamente, o processamento e a liquidação de operações, o registro e o depósito centralizado de valores mobiliários”.

83. A liquidação de operações no mercado organizado de bolsa para valores mobiliários ocorre no âmbito do modelo de contraparte central (“CCP”). A obrigatoriedade de uma CCP em todas as operações no mercado de bolsa é reconhecida como um diferencial do mercado brasileiro, principalmente após a crise mundial vivenciada em 2008. Essa exigência traz muito valor para todo o sistema, contribuindo para a segurança dos investidores e demais agentes do mercado.

84. Sem uma CCP, a gestão de risco de contraparte, que atualmente funciona de maneira muito eficiente e segura, teria que ser alterada para uma dinâmica de avaliação de risco bilateral, com aumento de incidência de falhas de liquidação, o que gera riscos e custos adicionais a todo o mercado, e, consequentemente, impactos na liquidez e credibilidade do mercado.

85. Por sua vez, no mercado brasileiro, o sistema de depósito centralizado é operado por depositário central e inclui a guarda centralizada de títulos, o controle da titularidade e tratamento de eventos a ele relacionados. Os títulos submetidos a depósito centralizado são transferidos ao depositário central sob o regime de titularidade fiduciária e dessa forma permanecem em nome dos investidores em contas individualizadas e são apartados do patrimônio do depositário central e do intermediário, oferecendo mais robustez e segurança aos investidores.

86. Além disso, a estrutura de contas individualizadas mantida pela infraestrutura de depósito centralizado assegura a identificação dos investidores, permitindo, assim, a segregação entre os títulos dos custodiantes e de seus investidores, o registro das movimentações de saldos e de todos os eventos corporativos relacionados aos ativos depositados.

87. Em um cenário de internalização, os serviços de depósito centralizado, compensação, liquidação e administração de risco de contraparte deveriam ser preservados em uma infraestrutura apartada do internalizador, com as mesmas responsabilidades e deveres existentes no mercado organizado para a prestação desses serviços.

88. A obrigação de manutenção de estrutura de contas de depósito individualizadas em nome dos investidores, nos termos da Resolução CVM nº 31, também deve ser preservada. O disposto no artigo 161, da Resolução nº 304<sup>24</sup> do Banco Central do Brasil sobre contas coletivas, não se aplica ao mercado de valores mobiliários, tampouco deve ser um modelo a ser considerado pela CVM. Caso contrário, haverá uma assimetria regulatória em relação ao que é exigido para o mercado organizado, ao se estabelecer controles e responsabilidades distintas para mesmas funções.

89. Outro desafio é a estrutura tecnológica, que deve ser capaz de consolidar os dados na pós negociação e liquidação de maneira tempestiva, sob pena de prejudicar a segurança e a credibilidade para todo o mercado. Tudo isso traduzirá em maiores custos para as infraestruturas de mercado como um todo e para a supervisão e fiscalização a ser exercida pelo regulador e autorregulador.

90. Além disso, não sendo preservada a infraestrutura atual do mercado organizado, poderá haver prejuízos importantes no aspecto de proteção do investidor. Por exemplo, em uma eventual decretação de liquidação extrajudicial, ou mesmo falência do internalizador, o fato de a posição não estar individualizada

---

<sup>24</sup> Resolução BCB 304, de 20 de março de 2023

Art. 161. O sistema de depósito centralizado deve manter estrutura de contas que permita a identificação do cliente final, quando exigido por regulamentação pertinente ou a critério do participante direto que prestar serviço ao cliente final.

§ 1º Na hipótese de não identificação do cliente final, a estrutura de contas do sistema de depósito centralizado deverá segregar a posição do participante direto da posição de seus clientes.

§ 2º Na hipótese de identificação do cliente final, o sistema de depósito centralizado deve disponibilizar meios que permitam ao cliente final ter acesso aos saldos e extratos de sua conta, que devem conter, no mínimo, posição inicial, movimentação e posição final.

em nome do investidor em um depositário central pode dificultar ou impedir a sua transferência imediata para outra instituição, ou até mesmo viabilizar o direito de ressarcimento do investidor por Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ou pelo FGC.

91. Diante do exposto, considera-se que os controles e deveres de supervisão de cada uma dessas infraestruturas diz respeito aos riscos inerentes às suas respectivas atividades. A internalização de ordens aporta riscos, inclusive sistêmicos, distintos dos abordados na atual regulação. O desenvolvimento dos controles necessários ao monitoramento e supervisão e fiscalização das operações internalizadas impacta não apenas o intermediário, mas o regulador, o autorregulador, as entidades administradoras de mercado e suas infraestruturas de mercado.

92. Nesse sentido, a arquitetura desse novo sistema de responsabilidades e controles deve ser avaliada com extremo cuidado, visualizando-se os benefícios almejados e evitando deixar setores inescrutáveis à supervisão e fiscalização, e a não incentivar um *race to the bottom* regulatório que impacte negativamente os investidores e a integridade, confiabilidade e atratividade do mercado de capitais brasileiro.

## **V. Identificação do beneficiário final de uma transação**

93. A identificação do beneficiário final nas transações realizadas, prevista na Resolução CVM nº 50, é um pilar fundamental, não apenas para fins de efetividade de controles, mas também para a supervisão e fiscalização dos processos relacionados a PLD/FTP. No mercado de capitais brasileiro, de acordo com regulação atual, essa supervisão está distribuída em quatro camadas de verificação: o intermediário, a entidade administradora de mercado organizado, a autorregulação da respectiva entidade administradora de mercado organizado e os reguladores de mercado financeiro e de capitais. Como as operações são diretamente registradas nas contas individuais dos investidores na Clearing ou na depositária central, o regulador e autorregulador têm condições de exercer seu

papel e cumprir com suas obrigações de supervisão e fiscalização na sua completude.

94. Em um cenário de internalização, as informações referentes à identificação do beneficiário final podem ficar restritas ao próprio internalizador. Para fins de supervisão e fiscalização e PLD/FTP, não deve ser atribuição do internalizador o controle exclusivo da titularidade das contas gráficas de investidores em razão de eventual conflito de interesses e potencial perda de qualidade e efetividade na supervisão e fiscalização.

95. Em síntese, como um dos efeitos colaterais da internalização, a identificação do beneficiário final seria prejudicada, da mesma forma que a supervisão, fiscalização e PLD/FTP. Ou seja, o sistema de proteção atual seria impactado como consequência direta das alterações nele promovidas pela eventual implementação regulatória da internalização.

## **VI. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos**

96. A Resolução CVM nº 135 exige que a entidade administradora de mercado organizado de bolsa disponha de um Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”) com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos de investidores decorrentes da ação ou omissão de Participantes ou de administradores, empregados e prepostos, em relação à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários no mercado de bolsa e serviços de custódia inerentes.

97. Em um cenário de admissão da internalização, visando garantir a continuidade da proteção dos investidores e a aplicação de regras equânimes ao mercado organizado de bolsa, deverá existir a obrigatoriedade de se constituir mecanismo de ressarcimento de prejuízos ou mecanismo semelhante, que obedeça a critérios de análise e julgamento dos pedidos de ressarcimento similares aos existentes, cujas definições deverão ficar a cargo do regulador.

## **VII. Considerações Finais**

98. Com base nos tópicos levantados, fica evidente a complexidade e profundidade da discussão sobre internalização de ordens no tocante à supervisão e fiscalização de mercado. Por meio desta manifestação, a BSM traz à discussão temas relevantes à sua atuação enquanto responsável por supervisionar e fiscalizar os mercados organizados administrados pela B3, como órgão auxiliar da CVM na garantia da higidez, credibilidade, integridade do mercado e proteção do investidor.

99. Nesta manifestação, focando exclusivamente nos desafios derivados da supervisão do tema, a BSM ponderou que:

- (i) previamente a qualquer mudança, deve-se assegurar que aspectos estruturantes do mercado de valores mobiliários e a capacidade de supervisão e fiscalização sejam preservados. Para isso é fundamental garantir uma consolidação e divulgação de dados dos negócios internalizados de forma completa, precisa e tempestiva, permitindo o pleno acesso a esses dados pela supervisão como forma garantir a integridade do mercado e a proteção de investidores;
- (ii) é crucial que se mitigue assimetria regulatória entre entidades administradoras de mercado e internalizadores sistemáticos, de modo a não criar um *race to the bottom* regulatório e gerar desincentivos a investimento em controles;
- (iii) é importante criar mecanismos de segregação das atividades de intermediário e internalizador sistemático com o objetivo de mitigar potenciais conflitos de interesses, a exemplo do que é imposto no mercado europeu;
- (iv) é importante dar clareza sobre como se daria a supervisão do mercado internalizado, que poderia se concentrar integralmente no regulador ou se apoiar em estrutura de autorregulação;

- (v) o regime de melhor execução deve ser objeto de análise cuidadosa pelo regulador, com discussões sobre a obrigatoriedade de melhora de preço para o investidor, considerando-se inclusive a dificuldade de se apurar qual o melhor preço no momento exato da internalização do negócio, dada a latência inerente ao sistema;
- (vi) o sistema de individualização de contas no nível do investidor é importante salvaguarda do mercado brasileiro e sua manutenção deve ser preservada; e
- (vii) deve haver discussão de soluções para manutenção de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos para negócios internalizados.

100. Por fim, a BSM entende que a modernização do mercado de capitais, com a redução dos custos operacionais e a abertura dos mercados a novos investidores, são fundamentais para manter o mercado de capitais brasileiro atrativo e competitivo, sendo cada vez mais relevante seu papel para o desenvolvimento do país. Não obstante, a BSM destaca que uma análise prudente de alteração do regime regulatório para se admitir a internalização deve considerar que os custos decorrentes de possíveis alterações não podem ultrapassar os benefícios provenientes. Assim, em um possível cenário de internalização, antes de sua implementação, é fundamental que se mitigue assimetrias regulatórias para se evitar vantagens competitivas desleais, bem como os devidos investimentos para que a supervisão e a fiscalização sejam exercidas apropriadamente.

101. A BSM agradece a oportunidade de contribuir com esta Tomada Pública de Subsídios e se coloca à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais

Atenciosamente,



3910/2024-DAR-BSM

André Eduardo Demarco  
Diretor de Autorregulação



