

NOTA TÉCNICA

**TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS SOBRE INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS.
NECESSIDADE DE OBSERVÂNCIA AOS PRINCÍPIOS NORTEADORES DA
ATUAÇÃO DA CVM.**

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2024.

I – Sumário Executivo

Nossas conclusões são, em resumo, as seguintes:

1. A internalização de ordens relaciona-se à execução de ordens no sistema interno do intermediário, fora do mercado organizado, em especial, a bolsa de valores.
2. Como as ordens são executadas fora do mercado organizado, que se submete a um regime de ampla transparência, a internalização de ordens é frequentemente relacionada aos chamados ambientes opacos de negociação (*dark pools*), nos quais a transparência das negociações antes e após sua execução é parcialmente ou completamente eliminada.
3. O artigo 94 da RCVM 135 restringe a internalização de ordens no mercado brasileiro, pois veda a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários nele admitidos à negociação, salvo nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação da CVM.
4. A internalização tem sido praticada, atualmente, por meio **(i)** de ofertas diretas, nas hipóteses específicas de ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo, ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos de execução coordenada e ordens destinadas à correção de erros operacionais; e **(ii)** de ofertas RLP, o qual consiste em um procedimento específico de negociação aceito pela B3 e aprovado pela CVM, que permite a execução de ofertas agressoras de clientes de varejo contra a carteira própria do intermediário. A oferta RLP é destinada a WIN e WDO e a um conjunto de ações do mercado à vista, além de apresentar limites operacionais percentuais relacionados ao volume total dos contratos negociados e ao volume de negociação de clientes de varejo.

5. A internalização de ordens envolve um complexo debate sobre a transparência e o funcionamento do mercado, bem como a conduta do intermediário.
6. A transparência na negociação de ativos refere-se à disponibilização de informações sobre oportunidades de negociação (transparência pré-negociação) e sobre transações recentemente fechadas (transparência pós-negociação), sendo um atributo central para o funcionamento justo e eficiente do mercado e, em particular, para a liquidez e o processo de formação de preços.
7. As operações do mercado organizado e, especialmente, do mercado de bolsa – que está mais relacionado ao tema da internalização –, são realizadas pelo encontro e interação de ofertas de compra e de venda de ativos transmitidas pelos intermediários a um sistema centralizado e multilateral de negociação, por meio da inclusão de tais ofertas no livro central de ofertas (ou *book* de ofertas).
8. A negociação pelo livro é caracterizada pela transparência pré-negociação e pós-negociação, uma vez que a entidade administradora do mercado de bolsa garante a ampla disseminação de informações sobre as ofertas registradas no livro central e sobre as operações realizadas em seu ambiente de negociação, por meio da divulgação de dados do mercado (*market data*). Além disso, o livro central de ofertas propicia a adequada formação de preços, por meio da denominada *matching engine*, que funciona com base na regra da prioridade preço-tempo (*price-time priority*).
9. O artigo 20 da RCV 35 impõe ao intermediário o dever de melhor execução das ordens transmitidas por seus clientes (*best execution*).

Assim, o intermediário deve obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em consideração o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra ponderação relevante para execução da ordem expedida. Especificamente no cumprimento do dever de melhor execução de ordens de investidores não qualificados, o intermediário deve observar, como fator preponderante, o desembolso total do cliente pela operação realizada.

10. A prática da internalização de ordens gera problemas regulatórios que podem impactar a qualidade do mercado, os quais estão relacionados à seleção adversa, à exploração de bens públicos (*public goods*) e aos custos de transação.
11. Na internalização de ordens, a seleção adversa decorre da assimetria informacional entre os diferentes perfis de investidores, podendo se manifestar nos seguintes cenários: **(i)** o intermediário deixa de internalizar ordens de investidores institucionais (mais informados) e capta o fluxo de ordens de clientes de varejo (menos informados), praticando o *cream skimming*; e **(ii)** as ordens de investidores institucionais são transmitidas para o livro central de ofertas da bolsa, acarretando em deterioração da liquidez e do processo de formação de preços na bolsa, pois, com o desvio das ordens de varejo para os ambientes internalizadores, formadores de mercado e outros investidores tendem a modificar o preço das operações em bolsa para um patamar que não se verificaria (gerando aumento do *spread*), caso não houvesse seleção adversa, ou deixariam de contratar com investidores institucionais.
12. A exploração de bens públicos envolve a utilização do sistema de formação de preços da bolsa por internalizadores, que não incorreram

nos custos de manutenção daquele sistema de formação de preços (*free-riders*). Dessa forma, ainda que a bolsa cobre do intermediário uma tarifa para a utilização do sistema de formação de preços, os incentivos para a manutenção do mercado de bolsa são reduzidos, o que pode acarretar: (i) a elevação dos custos para negociar na bolsa de valores; (ii) a redução da qualidade dos serviços prestados no ambiente de bolsa; e (iii) a diminuição da liquidez nesse ambiente.

13. Costuma-se atribuir à prática da internalização a redução de custos de transação na negociação, sob a perspectiva do investidor de varejo, por meio da redução ou zeragem de taxas de corretagem pelo intermediário, o qual passa a lucrar com base no *spread*. Além disso, em determinadas jurisdições, a infraestrutura de pós-negociação de ordens internalizadas pode ser simplificada, eliminando a exigência de contraparte central para compensação e liquidação e permitindo o depósito de ativos em contas coletivas (contas *omnibus*), o que também reduziria os custos de transação. No entanto, mesmo que, da perspectiva do investidor de varejo, os custos de transação possam ser reduzidos em virtude da possibilidade de internalização, haveria, por outro lado, um desestímulo à manutenção de ambientes de negociação de bolsa, favorecendo, em termos competitivos, ambientes internalizadores.

14. A eventual liberação irrestrita da internalização de ordens representaria afronta a objetivos fundamentais da regulação do mercado de capitais destacados no Relatório IOSCO, quais sejam a proteção dos investidores, a garantia de um mercado justo, eficiente e transparente, e a redução de risco sistêmico, além de violação aos incisos I, II, III e VII da Lei nº 6.385/1976 e de não observância aos princípios do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, tendo em vista que a ampla possibilidade de internalização pode: (i) propiciar a prática de *cream skinning*; (ii) deteriorar a liquidez do mercado de bolsa; (iii) gerar ineficiência no

processo de formação de preços da bolsa; **(iv)** dificultar o cumprimento do dever de melhor execução do intermediário; **(v)** elevar o risco sistêmico, caso venha acompanhada do afrouxamento dos procedimentos de pós-negociação de valores mobiliários; e **(vi)** reduzir a transparência na pré-negociação, com impacto negativo para a formação de preços, a equidade e a qualidade geral do mercado de valores mobiliários.

15. A imposição regulatória de limites à prática de internalização de ordens é justificada pela necessidade de se salvaguardar a qualidade do mercado, sua eficiência e equidade, em conformidade com os objetivos e princípios regulatórios que orientam a atuação da CVM, de modo que tais limites não caracterizam qualquer violação às disposições da LLE que proíbem o abuso do poder regulatório.

II – Os Fatos e a Consulta

Recebemos da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) pedido de elaboração de Nota Técnica sobre determinadas questões jurídicas relacionadas à Tomada Pública de Subsídios da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (“Tomada Pública de Subsídios”), destinada a receber contribuições do público acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (“AIR”)¹ elaborado pela ASA (“Relatório Parcial de AIR”)², que analisa diferentes aspectos sobre a possível incorporação definitiva da

¹ O artigo 5º da Lei nº 13.874/2019 e o artigo 6º da Lei nº 13.848/2019 impõem à CVM a obrigação de realizar AIR antes da edição ou alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados, devendo a AIR conter informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo, de tal modo que se verifique a razoabilidade do seu impacto econômico. A realização de AIR é regulamentada pelo Decreto nº 10.411/2020, cujo artigo 2º, inciso I, define a AIR como o “*procedimento, a partir da definição de problema regulatório, de avaliação prévia à edição de atos normativos (...) que conterá informações sobre os seus prováveis efeitos, para verificar a razoabilidade do impacto e subsidiar a tomada de decisão*”.

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Internalização de ordens: estudo a partir da metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR**. AIR Parcial. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). Maio/2024. Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

internalização de ordens no arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Ao divulgar o Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24, em 09.05.2024, a CVM disponibilizou o Relatório Parcial de AIR, o qual, em consonância com os incisos I, II, III, IV e IX do artigo 6º do Decreto nº 10.411/2020³: **(i)** abordou os problemas regulatórios advindos da prática de internalização de ordens; **(ii)** analisou a fundamentação legal do tema; **(iii)** mapeou os participantes de mercado que podem ser afetados por eventual mudança normativa; e **(iv)** analisou a experiência internacional.

Por ser uma versão preliminar, o Relatório Parcial de AIR não contém uma minuta de proposta de ato normativo e não apresenta uma alternativa regulatória para a incorporação da internalização de ordens, conforme faculta o artigo 8º do Decreto nº 10.411/2020⁴. Isso se deve ao propósito da CVM de obter, nesta etapa, comentários do público em geral sobre o Relatório Parcial de AIR para, entre outras finalidades⁵, compreender e analisar os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela Autarquia com a possível incorporação definitiva da internalização de ordens no arcabouço regulatório brasileiro.

Nesse sentido, a CVM entende que os comentários a serem recebidos do público nesta Tomada Pública de Subsídios podem ser importantes para embasar

³ “Art. 6º A AIR será concluída por meio de relatório que contenha: I - sumário executivo objetivo e conciso, que deverá empregar linguagem simples e acessível ao público em geral; II - identificação do problema regulatório que se pretende solucionar, com a apresentação de suas causas e sua extensão; III - identificação dos agentes econômicos, dos usuários dos serviços prestados e dos demais afetados pelo problema regulatório identificado; IV - identificação da fundamentação legal que ampara a ação do órgão ou da entidade quanto ao problema regulatório identificado; (...) IX - mapeamento da experiência internacional quanto às medidas adotadas para a resolução do problema regulatório identificado; (...)”

⁴ “Art. 8º O relatório de AIR poderá ser objeto de participação social específica realizada antes da decisão sobre a melhor alternativa para enfrentar o problema regulatório identificado e antes da elaboração de eventual minuta de ato normativo a ser editado.”

⁵ De acordo com o Edital da Tomada Pública de Subsídios, a CVM também pretende obter do público manifestações sobre: **(i)** alternativas normativas viáveis para a mitigação dos problemas regulatórios identificados no Relatório Parcial de AIR, caso o cenário de “não-ação” não seja a única solução; **(ii)** impactos das alternativas sugeridas, com ênfase nos potenciais benefícios para os investidores; e **(iii)** estratégias para mensurar custo-benefício de maneira crível, considerando que não há atualmente internalização nos mesmos moldes de outras jurisdições.

a atuação subsequente da área técnica da Autarquia, por ocasião da conclusão da AIR.

Tendo isso em vista, analisaremos diferentes aspectos regulatórios associados à incorporação definitiva da internalização de ordens no mercado de capitais brasileiro, considerando os mandatos legais da CVM, conforme a Lei nº 6.385/1976, e os princípios recomendados pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO, especialmente os princípios relacionados à liquidez opaca (*dark liquidity*).

III – A internalização de ordens

O Relatório Parcial de AIR conceitua a **internalização de ordens** como “a 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”⁶.

Tradicionalmente, a internalização relaciona-se à execução de ordens no sistema interno do intermediário, fora do mercado organizado, em especial, a bolsa de valores.

Assim, dá-se a internalização quando as ordens dos clientes são executadas contra a carteira própria do intermediário ou contra as ordens de outros clientes do mesmo intermediário (*crossing*), sem que, em ambos os cenários, as ordens de compra ou venda de ativos sejam enviadas como ofertas ao encontro e à interação com outras ofertas constantes do livro central de ofertas do sistema de negociação do mercado organizado.

Como as ordens são executadas fora do mercado organizado, que se submete a um regime de ampla transparência, a internalização de ordens é

⁶ Relatório Parcial de AIR, pp. 6-7.

frequentemente relacionada aos chamados ambientes opacos de negociação, conhecidos pela expressão de língua inglesa **dark pools**, nos quais a transparência das negociações antes e após sua execução é parcialmente ou completamente eliminada.

No Brasil, os mercados organizados são regulados pela Resolução CVM nº 135/2022 (“RCVM 135”), que dispõe sobre os mercados regulamentados de valores mobiliários, os quais se subdividem em (i) mercados organizados de valores mobiliários, isto é, a bolsa de valores e o mercado de balcão organizado; e (ii) mercado não organizado de valores mobiliários, o qual abrange o mercado de balcão não organizado.

O artigo 94 da RCVM 135 restringe a internalização de ordens no mercado brasileiro, pois veda a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários nele admitidos à negociação, salvo nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação da CVM⁷.

O tema da internalização de ordens envolve um complexo debate sobre a transparência e o funcionamento do mercado, bem como sobre a conduta do intermediário. Ademais, como abordado pela ASA no Relatório Parcial de AIR, a prática da internalização de ordens gera problemas regulatórios que podem impactar a qualidade do mercado.

Nessa perspectiva, analisaremos, a seguir: (i) a transparência do mercado organizado; (ii) a estrutura de negociação do mercado organizado, especialmente o mercado de bolsa; (iii) o dever de melhor execução do intermediário; (iv) como a internalização de ordens tem sido praticada no Brasil; (v) os problemas regulatórios advindos da internalização de ordens e seus possíveis impactos para a

⁷ “Art. 94. É vedada a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM.”

qualidade do mercado; e **(vi)** os princípios da regulação do mercado de valores mobiliários.

Ao final, demonstraremos como a prática irrestrita da internalização de ordens pode resultar em violação aos objetivos regulatórios que norteiam a atuação da CVM.

IV – A transparência do mercado organizado

A transparência na negociação de ativos refere-se à disponibilização de informações sobre oportunidades de negociação (**transparência pré-negociação**) e sobre transações recentemente fechadas (**transparência pós-negociação**), sendo um atributo central para o funcionamento justo e eficiente do mercado e, em particular, para a liquidez e o processo de formação de preços⁸.

A disseminação de informações sobre os volumes negociados contribui para a redução dos custos relacionados à pesquisa de liquidez do mercado. Nesse aspecto, o amplo acesso a dados sobre as quantidades de ativos negociados e os preços praticados aumenta a visibilidade sobre a liquidez do mercado, facilitando a negociação.

Além disso, a divulgação de ofertas contribui para um processo eficiente de formação do preço do ativo, pois permite que os preços sejam definidos com base nas condições de mercado (oferta e demanda), as quais normalmente refletem o estado da economia do país e a situação específica do emissor e de seu setor econômico⁹.

⁸ IOSCO. **Transparency and Market Fragmentation**. Novembro, 2001, p. 3. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

⁹ EDUARDO FORTUNA. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 19ª ed. rev. e atual., Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013, p. 583.

A respeito, conforme dispõe o artigo 77, *caput*, da RCVM 135¹⁰, os mercados organizados estão submetidos a um regime de transparência das ofertas (transparência pré-negociação) e das operações realizadas (transparência pós-negociação), de modo a propiciar a adequada formação de preços.

Especificamente quanto ao mercado de bolsa, o ambiente de negociação deve permitir, permanentemente, **(i)** a regular, adequada e eficiente formação de preços; **(ii)** a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e **(iii)** a disseminação pública de ofertas e operações envolvendo valores mobiliários admitidos à negociação, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços (artigo 119, incisos I, II e III, da RCVM 135¹¹).

Já no mercado de balcão organizado, o ambiente de negociação deve garantir, de modo permanente, a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas (artigo 145 da RCVM 135¹²).

Em hipóteses excepcionais, tais como operações com grandes lotes de ações ou valores mobiliários representativos de ações, a CVM pode, mediante pedido fundamentado, afastar a transparência na negociação (artigo 95, § 6º, da RCVM 135¹³). Na negociação de grandes lotes, justifica-se o afastamento da transparência

¹⁰ “Art. 77. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços. § 1º Caso verifique que o mercado organizado não está adotando as medidas necessárias para o cumprimento do disposto neste artigo, a CVM pode determinar a adoção de medidas suplementares e, caso as deficiências apontadas não sejam corrigidas, cancelar a autorização para o funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários. § 2º As operações nos mercados de liquidação futura devem observar o disposto no Anexo Normativo I a esta Resolução.”

¹¹ “Art. 119. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente: I – a regular, adequada e eficiente formação de preços; II – a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.”

¹² “Art. 145. Os ambientes ou sistemas de negociação do mercado de balcão organizado devem possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidas e divulgadas, que permitam, permanentemente, a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas.”

¹³ “Art. 95. São admitidas operações com grandes lotes de ações e valores mobiliários representativos de ações em mercados organizados de bolsa ou de balcão, em segmentos específicos ou por meio de procedimentos

em razão do impacto adverso sobre a formação de preços, influenciado pela desproporção entre o volume a ser negociado e a liquidez do ativo visível no livro central de ofertas.

Quando uma grande ordem é visível e a liquidez do ativo não abrange o volume do grande lote, rapidamente o preço é afetado, devido à redução na disponibilidade de contrapartes. Se a grande ordem for de compra, os investidores aumentam o preço de venda; se for de venda, diminuem o preço de compra. Tal movimento torna o processo de formação de preços mais volátil e faz com que o ofertante do grande lote acabe pagando mais caro ou vendendo por menos do que gostaria, afetando diretamente o custo da transação.

Além disso, ao verem uma grande ordem no mercado, alguns investidores podem evitar negociar para não serem prejudicados, o que reduz a quantidade de ativos disponíveis. Para mitigar tais impactos, são utilizadas estratégias como dividir a ordem em partes menores ou negociar em *dark pools*, as quais buscam evitar que o preço se mova de forma significativa em virtude da transação, alterando o equilíbrio do mercado.

A negociação de grandes lotes é regulamentada pela RCVM 135, que admite tais operações em mercados de bolsa ou de balcão, em segmentos específicos ou por meio de procedimentos específicos de negociação, devendo ser periodicamente divulgados pela CVM os valores mobiliários passíveis de negociação em operação com grandes lotes e seus respectivos lotes mínimos, com base em indicadores de liquidez dos respectivos papéis¹⁴.

O artigo 95, § 6º, da RCVM 135 autoriza a CVM a afastar a transparência na negociação com grandes lotes, em reconhecimento ao impacto que a visibilidade

específicos de negociação. (...) § 6º Mediante pedido fundamentado da entidade administradora de mercado organizado, a CVM pode dispensar a observância de um ou mais requisitos previstos no caput do art. 77 e no inciso III do art. 119 nas operações com grandes lotes."

¹⁴ RCVM 135, art. 95, §§ 2º e 3º.

do grande volume do lote pode causar ao processo de formação de preços¹⁵. A respeito, ao analisar consulta da B3 sobre procedimentos de negociação de grandes lotes, a CVM afirmou que benefícios, como a redução da volatilidade, “*em mercados ou segmentos para negociação de grandes lotes (...) podem justificar maior opacidade*”¹⁶.

Para viabilizar a negociação de grandes lotes, visando a diminuir o impacto na qualidade do mercado e, especialmente, na formação de preços, a B3 oferece três plataformas para negociação de grandes blocos (*block trade*) no mercado de bolsa, apartadas do livro central, nas quais a transparência pré-negociação é mitigada: (i) *Midpoint Order Book*; (ii) *Book of Block Trade* (BBT); e (ii) *Request for Quote* (RFQ)¹⁷.

Tais soluções de negociação foram autorizadas pela CVM e, conforme informado pela própria B3 na consulta apresentada à Autarquia, “*foram amplamente debatidas com intermediários e investidores institucionais*”, buscando melhorar a qualidade de execução das operações com grandes lotes, “*reduzindo possíveis movimentações abruptas e distorções temporárias de preços que essas operações podem gerar no livro central*”¹⁸.

No *Midpoint Order Book*, o preço de execução dos negócios é o preço médio entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda do livro central. Já o BBT é um livro de ordens voltado para a negociação contínua de grandes lotes, com preços de execução praticados com ágio ou deságio em relação ao livro central. Na RFQ, investidores podem solicitar ao mercado cotações para grandes volumes a

¹⁵ MARGARETH NODA. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil**. Tese de Doutorado. Orientador: Professor Titular Dr. Newton de Lucca. Universidade de São Paulo – USP. Faculdade de Direito. São Paulo, 2015, p. 86.

¹⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.015627/2022-16, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, julgado em 04.04.2023. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2023/20230404_R1/20230404_D2819.html. Acesso em 12.11.2024.

¹⁷ Nesse sentido, ver a descrição das plataformas no *website* da B3. Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/solucoes/negociacao-de-grandes-lotes/negociacao-de-grandes-lotes/. Acesso em 12.11.2024.

¹⁸ Processo Administrativo CVM nº 19957.015627/2022-16, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, julgado em 04.04.2023. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2023/20230404_R1/20230404_D2819.html. Acesso em 12.11.2024.

serem respondidas dentro de um tempo limite predefinido e, uma vez passado esse tempo, o fechamento dos negócios é realizado automaticamente com contrapartes selecionadas, por um preço de execução que também pode ser praticado com ágio ou deságio em relação ao livro central.

A oferta do grande lote negociada por meio do *Midpoint Order Book*, do BBT e da RFQ é mantida oculta. Assim, a ausência de transparência pré-negociação reduz o risco de outros participantes alterarem suas ordens em resposta a uma grande ordem, limitando o impacto no preço.

V – A estrutura de negociação do mercado de bolsa

As operações do mercado organizado e, especialmente, do mercado de bolsa – que está mais relacionado ao tema da internalização –, são realizadas pelo encontro e interação de ofertas de compra e de venda de ativos transmitidas a um sistema centralizado e multilateral de negociação¹⁹, por meio da inclusão de tais ofertas no livro central de ofertas (ou *book* de ofertas).

Os investidores, também referidos como comitentes ou clientes, não participam diretamente da bolsa. Somente os intermediários, enquanto participantes autorizados²⁰, podem enviar ofertas para o livro central. Dessa forma, os investidores

¹⁹ Atualmente, de acordo com o Regulamento de Negociação da B3, o ambiente de negociação administrado pela B3 compreende tanto operações realizadas em mercado de bolsa quanto em mercado de balcão organizado, sendo tal ambiente estruturado por meio de sistema centralizado e multilateral de negociação (artigo 1º, § 1º, do Regulamento de Negociação da B3). Não obstante, o mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado podem operar de formas diferentes. Além do sistema centralizado e multilateral, a bolsa e o balcão organizado podem contar com a atuação de formadores de mercado (*market makers*), nos termos do artigo 116, incisos I e II, e do artigo 142, incisos I e II, da RCV 135. Na prática, o formador de mercado não elimina o sistema centralizado e multilateral, pois este é acessado pelo *market maker*, por intermédio e responsabilidade de um participante autorizado, para a colocação de ofertas firmes de compra e venda de ativos. Ademais, no que se refere especificamente ao mercado de balcão organizado, ele ainda pode operar pelas seguintes formas: (i) como sistema centralizado e bilateral de negociação, que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de ativos entre contrapartes previamente habilitadas; e (ii) por meio do registro de operações previamente realizadas (artigo 142, incisos III e IV, da RCV 135). Em todo o caso, o mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado submetem-se ao regime de transparência pré-negociação e pós-negociação previsto no artigo 77 da RCV 135.

²⁰ O artigo 80 da RCV 135 dispõe que “[a]s operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por participante autorizado a operar nesse mercado pela entidade que o administre.”. Excepcionalmente, em mercado de balcão organizado, a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário (artigo 144 da RCV 135).

precisam se cadastrar no intermediário, para que suas ordens sejam executadas no ambiente de bolsa.

A atividade de intermediação de operações com valores mobiliários é regulada pela Resolução CVM nº 35/2021 (“RCVM 35”), a qual, em seu artigo 12, prevê que a execução de negócio pelo intermediário depende de ordem prévia do cliente, ressalvadas as exceções previstas em lei ou nas normas editadas pela CVM ou pela entidade administradora de mercado organizado²¹.

As ordens dos clientes podem ser enviadas ao intermediário **(i)** pela chamada “Mesa”, quando são transmitidas por escrito ou por voz, mediante e-mail, telefone ou aplicativos de conversa *online* (artigo 12, § 1º, incisos I e II, da RCVM 35²²); ou **(ii)** pelo denominado *home broker*, um sistema automatizado de acesso direto ao mercado de bolsa, também conhecido como *direct market access* – DMA (artigo 12, § 1º, inciso III, da RCVM 35²³).

A partir do recebimento da ordem do cliente, o intermediário promove a sua execução, por meio do envio de uma oferta ao livro central de ofertas da bolsa de valores.

Embora intimamente relacionadas, ordem e oferta são categorias distintas. Ordem é o ato prévio pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre a operação²⁴, em seu nome e nas condições que especificar (artigo 2º, inciso X, RCVM 35²⁵). Já a oferta é o ato pelo qual o intermediário manifesta

²¹ “Art. 12. O intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação com valores mobiliários para um cliente mediante sua ordem prévia, e nas condições estabelecidas, ressalvadas as exceções previstas em lei ou nas normas editadas pela CVM e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar. (...)”

²² “Art. 12. (...) § 1º A ordem pode ser transmitida: I – por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz; II – por escrito, incluindo as ordens recebidas presencialmente, por correio eletrônico ou por outros sistemas de mensagens eletrônicas; (...)”

²³ “Art. 12. (...) § 1º A ordem pode ser transmitida: (...) III – por sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado (*direct market access* – DMA).”

²⁴ O registro de operações previamente realizadas é uma das formas pelas quais o mercado de balcão organizado pode operar (artigo 142, inciso IV, da RCVM 135).

²⁵ “Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: (...) X – ordem: ato prévio pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, nos termos do art. 12, em seu nome e nas condições que especificar; (...)”

a intenção de realizar um negócio, para si, para seus clientes ou outras pessoas contratadas, registrando os termos e condições necessários no livro central de ofertas (artigo 2º, inciso IX, RCMV 35²⁶).

O livro central de ofertas, por sua vez, é o canal do sistema centralizado e multilateral de negociação da bolsa de valores que permite a interação e o encontro de ofertas de compra e ofertas de venda de ativos transmitidas pelos intermediários. A negociação pelo livro é caracterizada pela transparência pré-negociação e pós-negociação, uma vez que a entidade administradora do mercado de bolsa garante a ampla disseminação de informações sobre as ofertas registradas no livro central e sobre as operações realizadas em seu ambiente de negociação, por meio da divulgação de dados do mercado (*market data*)²⁷.

Além disso, o livro central de ofertas propicia a adequada formação de preços, por meio da denominada *matching engine* – isto é, o *software* que transforma em negócios as ofertas submetidas ao sistema eletrônico de negociação –, que funciona com base na **regra da prioridade preço-tempo (*price-time priority*)**.

Segundo a regra da prioridade preço-tempo, as ofertas de compra com preço maior e as ofertas de venda com preço menor têm preferência na composição do livro, e quando mais de uma oferta tem o mesmo preço, prioriza-se a oferta que foi registrada primeiro.

²⁶ “Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: (...) IX – oferta: ato pelo qual o intermediário manifesta a intenção de realizar um negócio com valor mobiliário, para si, para seus clientes ou outras pessoas com quem mantenha relação contratual, registrando os termos e condições necessários no sistema de negociação de entidade administradora de mercados organizados; (...)”

²⁷ A respeito, o artigo 6º do Regulamento de Negociação da B3 dispõe que: “Art. 6º Por meio de seu ambiente de negociação, a B3 estabelece mecanismos que buscam: I - a adequada e eficiente formação de preço dos ativos e derivativos admitidos à negociação nos mercados por ela administrados; II - **a ampla disseminação de informações sobre as ofertas registradas no livro central de ofertas e sobre as operações realizadas, por meio da distribuição de market data (dados de mercado)**; III - o funcionamento íntegro e hígido dos mercados administrados pela B3; IV - o monitoramento da atuação dos participantes nos mercados administrados pela B3.” (grifamos). Assim, com a distribuição de *market data*, a B3 disponibiliza informações sobre as ofertas registradas no livro e as operações realizadas.

A respeito, o artigo 119, § 1º, da RCMV 135²⁸ dispõe que, no sistema centralizado e multilateral do mercado de bolsa, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM²⁹.

Como resultado da interação de ofertas de compra e de venda, o livro central apresenta diferentes níveis de preço. No primeiro nível de preço, registra-se, no lado comprador, a melhor oferta de compra, com o *maior* preço, e, no lado vendedor, a melhor oferta de venda, com o *menor* preço, e assim sucessivamente para os níveis posteriores de preço.

Ainda sobre a interação de ofertas no livro central, cabe mencionar que, da diferença entre o melhor (menor) preço de venda e o melhor (maior) preço de compra das ofertas registradas, extrai-se o denominado ***bid-ask spread*** ou, simplesmente, *spread*. O aumento do *spread* pode elevar os custos de transação e deteriorar a liquidez do mercado³⁰.

O *bid-ask spread* pode ser aberto ou fechado. Nesse aspecto, considera-se fechado o *spread* que não ultrapasse uma variação mínima de apregoação (*tick size* ou *tick*), ou seja, o valor mínimo de acréscimo ou decréscimo do preço de um

²⁸ “Art. 119 (...) § 1º Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM.”. Quando o mercado de balcão organizado funciona por meio de sistema centralizado e multilateral de negociação, esse sistema também deve permitir a formação de preços por meio da regra da prioridade preço-tempo (artigo 146 da RCMV 135).

²⁹ Embora a CVM adote, como regra geral, a prioridade preço-tempo, existem outros tipos de *matching engine*, como, por exemplo, a prioridade preço-intermediário-tempo (*price-broker-time priority* ou *in-house priority*), segundo a qual a execução das ofertas no livro central obedece aos critérios de melhor preço, mesmo intermediário e, por fim, o critério cronológico (ALAN DE GENARO e PEDRO SAFFI. Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of ‘Retail Liquidity Provider’ Orders in Brazil: Impact on Market Quality). In: **SSRN Electronic Journal**, 2021, p. 7. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368. Acesso em 04.09.2024.).

³⁰ LARRY HARRIS. **Trading and exchanges: market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 297.

ativo (*i.e.* R\$ 0,01 – um centavo). O *spread* é aberto, por sua vez, quando for igual a dois ou mais *ticks*.

As ofertas transmitidas ao livro podem ser neutras ou agressoras. A oferta é tida como neutra quando é enviada ao livro central e não fecha com nenhuma oferta existente, seja porque a oferta é de compra e é mais baixa que a melhor oferta de venda disponível ou porque a oferta é de venda e é mais alta que a melhor oferta de compra existente. Por sua vez, a oferta é tida como agressora quando ingressa no livro para fechar imediatamente com uma oferta existente, a qual é denominada de oferta agredida³¹.

Além da classificação geral entre oferta neutra e oferta agressora, o Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3 (“MPO”) enquadra as ofertas em tipos específicos, entre os quais: (i) oferta limitada; (ii) oferta a mercado; (iii) oferta *stop*; e (iv) oferta direta.

A oferta limitada é a que o cliente especifica a quantidade e o preço do ativo. Assim, o intermediário é obrigado a executar a oferta no preço indicado pelo cliente ou por preço melhor.

A oferta a mercado é aquela em que o cliente não especifica o preço do ativo. Desse modo, o intermediário deve executá-la pelo melhor preço disponível no lado oposto do livro central de ofertas, quando de seu registro. Caso não seja atendida em sua totalidade, o saldo da oferta a mercado é registrado ao preço da operação realizada.

A oferta *stop* é aquela que apresenta um preço de disparo e um preço limitado, o qual pode ser igual ao preço de disparo. Quando o preço de disparo é atingido, a oferta é registrada no livro central. O preço de disparo deve ser maior (na

³¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Negócios Diretos Intencionais e Ofertas RLP**. Disponível em <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/negocios-diretos-intencionais-e-ofertas-rlp.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

oferta de compra) ou menor (na oferta de venda) que o preço da última operação. Na execução da oferta *stop*, o intermediário deve observar o preço compreendido entre o preço de disparo e o preço limitado, registrando a oferta no *book* pelo preço limitado. Ou seja, quando ingressa no livro central, a oferta *stop* é convertida em uma oferta limitada.

A oferta direta, também conhecida como oferta direta intencional, permite que o intermediário registre no livro central operações previamente realizadas na Mesa. Isso é possível, porque o intermediário registra no livro central, de forma simultânea, uma oferta de compra e uma oferta de venda pelo mesmo preço, de tal modo que a operação é fechada por um preço previamente ajustado.

De acordo com as normas da B3, a negociação por meio de ofertas diretas somente é admitida nas hipóteses específicas de ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo, ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos e execução coordenada, visando a garantir às contrapartes as quantidades e os preços previamente acordados, e ordens destinadas à correção de erros operacionais³².

Como a oferta direta é resultado de uma operação previamente realizada na Mesa, ou seja, no sistema interno do intermediário, ela é considerada uma forma de internalização de ordens dentro do mercado organizado, como será abordado no item VII desta Nota Técnica.

VI – O dever de melhor execução do intermediário

O artigo 20 da RCVM 35³³ impõe ao intermediário o **dever de melhor execução** das ordens transmitidas por seus clientes (*best execution*). Assim, o

³² Comunicado Externo da B3 036/2019-VOP, de 09.04.2019. Disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/3C/16/F2/A2/BF30A610D97FFE96AC094EA8/CE%20036-2019-VOP%20Divulgacao%20da%20Consulta%20Publica%20Direto%20e%20RLP.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

³³ “Art. 20. O intermediário deve adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.”

intermediário deve obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em consideração o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra ponderação relevante para execução da ordem expedida.

Especificamente no cumprimento do dever de melhor execução de ordens de investidores não qualificados, o intermediário deve observar, como fator preponderante, o desembolso total do cliente pela operação realizada, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor (artigo 20, § 1º, da RCVM 35³⁴).

Além disso, o intermediário deve manter regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens que possibilitem a obtenção das melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes (artigo 21, inciso I, da RCVM 35³⁵).

Com o objetivo de mitigar situações de conflito de interesses, os clientes do intermediário têm o direito de não serem preteridos na execução de suas ordens. Desse modo, em caso de concorrência de ordens, a prioridade de execução deve ser determinada pelo critério cronológico. Já na hipótese de ordens simultâneas de pessoas vinculadas ao intermediário e não vinculadas, o intermediário deve dar preferência à execução das ordens de pessoas não vinculadas. Tais regras somente podem ser excepcionadas em procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento da entidade administradora de mercado organizado aprovado pela CVM (artigo 21, § 2º, incisos I e II, da RCVM 35³⁶).

³⁴ “Art. 20. (...) § 1º Ressalvado o disposto no § 2º, na aplicação dos critérios relacionados no caput 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.”

³⁵ “Art. 21. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: I – permitir que obtenha as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes, atendido o disposto no art. 20 (...)”

³⁶ “Art. 21. (...) § 2º Exceto em relação aos procedimentos específicos previstos em regulamento da entidade administradora de mercado organizado aprovado pela CVM: I – em caso de concorrência de ordens, a prioridade para a execução deve ser determinada pelo critério cronológico; e II – em caso de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade.”

VII – Formas de internalização de ordens admitidas no mercado brasileiro

A internalização de ordens consiste em prática historicamente vedada pela regulação brasileira. A propósito, o artigo 59 da Instrução CVM nº 461/2007 (“ICVM 461”)³⁷, norma anterior à RCVM 135 que estabelecia o regime jurídico do mercado regulamentado de valores mobiliários, proibia a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários nele admitidos, exceto em situações excepcionais expressamente previstas. Atualmente, essa vedação é reproduzida no artigo 94 da RCVM 135.

Não obstante, a discussão regulatória a respeito do tema já existe no Brasil, pelo menos, desde 2007, quando foi um dos objetos da Audiência Pública SDM 06/07, que precedeu a edição da ICVM 461³⁸.

Tal discussão ganhou novos contornos a partir de 2015, com o caso do produto denominado “*Client Facilitation*” criado pela XP Investimentos (“XP”), que culminou com a aprovação pela CVM, em 2019, do procedimento específico de negociação chamado oferta **Retail Liquidity Provider – RLP**³⁹.

³⁷ “Art. 59. É vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.”

³⁸ No Edital da Audiência Pública SDM 06/2007, a CVM solicitou comentários do público sobre a escolha “de não permitir a internalização de ordens pelos intermediários” (Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-edital.pdf. Acesso em 13.11.2024). Após ter recebido comentários que, praticamente em sua totalidade, apoiaram a vedação à internalização de ordens, a CVM registrou, no Relatório da Audiência Pública SDM 06/2007, “que ainda não é o momento de fazê-la [regular a internalização] no Brasil” (Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2007/sdm0607-relatorio.pdf. Acesso em 13.11.2024).

³⁹ O artigo 119, § 1º, da RCVM 135 estabelece que a *matchine engine* do sistema centralizado e multilateral da bolsa deve ser a regra da prioridade preço-tempo (*price-time priority*), “ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM”. A oferta RLP é um procedimento específico que ressalva a *price-time priority rule*, pois funciona com base na regra da prioridade preço-intermediário-tempo (*price-broker-time priority* ou *in-house priority*), autorizando que ofertas do intermediário tenham preferência em relação a outras ofertas.

Entre 2015 e 2016, a XP, valendo-se da possibilidade de execução de ofertas diretas no livro central da B3, criou o produto *Client Facilitation*, que permitiu o registro, no *book*, de ofertas diretas intencionais de minicontratos futuros de Ibovespa (“WIN”) e de dólar (“WDO”) originadas de transações fechadas internamente pela XP contra ofertas agressoras de seus clientes de varejo.

Como antes mencionado, a oferta direta intencional tem origem em operações previamente realizadas no sistema interno do intermediário, funcionando como uma modalidade de internalização dentro do mercado organizado, pois a oferta é levada a registro no livro central de ofertas da bolsa, após a operação ser fechada na Mesa.

Já que a oferta direta não era restrita a hipóteses específicas à época da criação do *Client Facilitation*, a XP passou a utilizar essa modalidade de oferta para a prática sistemática de internalização dentro do mercado organizado, contornando a vedação do então vigente artigo 59 da ICVM 461, reproduzida atualmente no artigo 94 da RCMV 135.

O *Client Facilitation* funcionava do seguinte modo: **(i)** o cliente enviava a ordem para o sistema de gerenciamento de ordens da XP via DMA; **(ii)** o algoritmo do sistema da corretora verificava se a ordem resultaria em oferta agressora, se o ativo objeto da ordem estava incluído nos ativos atendidos pelo *Client Facilitation* e estava conforme os parâmetros de risco da corretora; **(iii)** em caso positivo, a XP alterava a sessão de negociação do cliente, de DMA para a Mesa, interpondo a carteira própria da corretora como contraparte dessa ordem, registrando a oferta direta intencional na B3; e **(iv)** caso contrário, a ordem era direcionada como oferta ao livro central de ofertas.

Entre 02.01.2015 e 14.08.2016, o *Client Facilitation* foi utilizado pela XP de forma “cega” (“Período de Atuação Cega”), pois a corretora não verificava a

existência de ofertas de seus próprios clientes registradas no livro central previamente ao desvio da ordem para a Mesa.

O produto *Client Facilitation* motivou a instauração, pela BSM Supervisão de Mercados – BSM da B3, do Processo Administrativo Disciplinar nº 12/2016 (“PAD BSM”). Segundo a acusação formulada, o *Client Facilitation* consistiu em prática não equitativa e em situação de conflito de interesses, pois fazia com que a XP preterisse ofertas de seus clientes registradas no livro da B3 em favor das ordens internalizadas pelas ofertas diretas do *Client Facilitation*, prejudicando o seu dever de melhor execução das ordens recebidas de seus clientes.

Posteriormente, a XP passou a analisar se existiam ofertas de seus clientes no livro de ordens antes de realizar a operação por meio da oferta direta objeto do *Client Facilitation*. Porém, a BSM entendeu que o risco de preterição de clientes persistiu, em razão do intervalo de tempo (isto é, da latência) entre o momento em que a XP verificava as informações referentes ao livro e aquele em que a oferta direta era registrada no livro.

O PAD BSM resultou na (i) celebração de termo de compromisso entre a XP e a BSM em 23.02.2018, relativo ao Período de Atuação Cega; e (ii) na condenação da XP ao pagamento de pena de multa pela utilização do *Client Facilitation* em relação ao período posterior ao Período de Atuação Cega.

Ainda em 2018, a B3 submeteu à consulta pública proposta para alteração das regras de procedimentos de negociação vigentes para, entre outras questões, (i) restringir a utilização da oferta direta a hipóteses específicas, evitando o uso dessa modalidade de oferta para a prática sistemática de internalização; e (ii) criar, por um período experimental de 12 (doze) meses, a oferta RLP, como uma versão aperfeiçoada do *Client Facilitation*, tendo como objeto, exclusivamente, os

ativos WIN e WDO⁴⁰. Em reuniões realizadas em 21.05.2019⁴¹ e 28.05.2019⁴², o Colegiado da CVM aprovou a proposta apresentada pela B3.

Desse modo, a oferta direta intencional passou a ser limitada às hipóteses específicas de ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo, ordens relacionadas a operações estruturadas envolvendo diversos contratos e execução coordenada, visando a garantir às contrapartes as quantidades e os preços previamente acordados, e ordens destinadas à correção de erros operacionais. Com isso, evita-se a prática sistemática de internalização por meio do uso de ofertas diretas, embora este tipo de oferta ainda se comporte como uma modalidade de internalização dentro do mercado organizado, naquelas hipóteses específicas.

Além disso, foi aprovada a introdução da oferta RLP no mercado para os ativos WIN e WDO, por um período de experimentação controlada de 12 (doze) meses, que iniciaria em 05.08.2019, o qual foi sendo sucessivamente estendido pela CVM.

Note-se que, em 31.01.2022, abriu-se fase de teste para ofertas RLP também para um conjunto de ações no mercado à vista⁴³, dividido em um grupo de controle de *spread* aberto e um grupo de controle de *spread* misto.

Recentemente, em 13.08.2024, o Colegiado da CVM deliberou pela convalidação do experimento da oferta RLP para os ativos WIN e WDO em mecanismo definitivo, mantendo-se, no entanto, a fase experimental em relação às ações, desde

⁴⁰ Ofício Circular da B3 050/2018-VOP, de 19.12.2018. Disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/4A/11/3F/43/A6DF9610D97FFE96AC094EA8/OC%20050-2018-VOP%20Consulta%20Publica%20Facilitation.pdf>. Acesso em 13.11.2024.

⁴¹ Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediário – SMI, j. em 21.05.2019. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1/20190521_D1410.html. Acesso em 04.09.2024.

⁴² Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediário – SMI, j. em 28.05.2019. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1/20190528_D1410.html. Acesso em 04.09.2024.

⁴³ Ofício Circular da B3 003/2022-VPC, de 06.01.2022. Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/91/53/99/8A/7413E7108BD66BD7AC094EA8/OC%20003-2022-VPC%20RLP_LIMPA_REVISADO_RR.pdf. Acesso em 04.09.2024.

que observados ajustes solicitados no voto da Diretora Marina Copola, em especial no que se refere a aprimoramentos de cunho informacional e de *enforcement*⁴⁴.

A oferta RLP permite que o intermediário internalize as ordens agressoras de seus clientes de varejo contra a sua carteira própria ou que outro intermediário atue como contraparte consolidadora para fluxos agressores de ofertas de varejo.

As ofertas RLP não são exibidas no livro central de ofertas, e as informações sobre o negócio são divulgadas apenas após o fechamento das operações via *market data*.

Como as ofertas agressoras dos clientes de varejo são agredidas por ofertas RLP do intermediário e não há divulgação de tais ofertas no livro central da bolsa, entende-se que a oferta RLP é uma modalidade de internalização.

A falta de transparência pré-negociação nas ofertas RLP é uma exceção aprovada pela CVM ao regime de ampla transparência das negociações do mercado organizado.

Segundo a B3, a transparência pré-negociação na oferta RLP poderia induzir o investidor a erro, uma vez que nem toda a liquidez apresentada no livro estaria disponível para todos os investidores. Nesse sentido, o investidor poderia enviar uma ordem a seu intermediário, com a expectativa de que ela fosse atendida, tendo em vista a divulgação da oferta RLP de outro intermediário no livro, mas por não ser cliente do intermediário que enviou a oferta RLP, o investidor não teria a sua ordem executada. Ademais, mesmo que a divulgação ocorresse em livro separado, a publicidade das ofertas poderia aumentar o risco para as contas RLP, uma vez que os investidores poderiam mapear a estratégia dessas contas e, com isso, incluir essa

⁴⁴ Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediário – SMI, j. em 13.08.2024. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2024/Informativo27_RC13082024.pdf. Acesso em 04.09.2024.

análise em seu processo decisório, o que poderia gerar risco de prejuízo às corretoras⁴⁵.

Quanto ao processo de formação de preços, o preço da oferta RLP é ajustado pela plataforma de negociação, de forma contínua e automática, para oferecer as melhores condições de liquidez e preço ao cliente de varejo, tendo como referência preço igual ou melhor do que o disponível no livro central de ofertas.

Assim, em atendimento ao dever de melhor execução, quando a diferença entre o melhor preço de venda e o melhor preço de compra é de 1 (um) *tick*, a oferta RLP deve (i) ser fechada cruzando o *spread*, ou seja, pelo melhor (menor) preço de venda e pelo melhor (maior) preço de compra, no caso de ofertas de WIN e WDO e de ofertas de ações do grupo de controle de *spread* misto; ou (ii) ser enviada ao livro central de ofertas. Na hipótese de ofertas de ações do grupo de controle de *spread* aberto, as ofertas agressoras dos clientes de varejo são obrigatoriamente enviadas ao *book*, quando o *spread* é de 1 (um) *tick*.

No cenário em que o *spread* é de 2 (dois) ou mais *ticks*, deve sempre haver melhoria do preço em, pelo menos, 1 (um) *tick* para todos os tipos de ativos que podem ser objeto da oferta RLP.

As ofertas RLP têm prioridade sobre as ofertas de outros intermediários, mas não sobre as ofertas de clientes do mesmo intermediário que possam ser agredidas pela oferta agressora do cliente de varejo. Assim, caso haja no livro central uma oferta de outro cliente do mesmo intermediário que possa ser agredida pela oferta agressora, esta é enviada para o livro central, atendendo a todas as ofertas de todos os intermediários até a última oferta do cliente do mesmo intermediário que possa ser agredida. Se ainda houver saldo restante, a oferta agressora é direcionada para a oferta RLP.

⁴⁵ Memorando nº 25/2020-CVM/SMI, de 29.07.2020. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20200804/141020.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

O total de contratos negociados através da oferta RLP não pode exceder 15% (quinze por cento) do volume total negociado⁴⁶ e 30% (trinta por cento) do volume de varejo⁴⁷. O percentual de 15% (quinze por cento) pode ser alterado pela B3 conforme as condições de mercado, devendo tal alteração ser comunicada com antecedência. Além disso, o percentual de participação de mercado dos clientes de varejo é atualizado mensalmente, influenciando o volume máximo permitido para cada participante na oferta RLP.

VIII – Os problemas regulatórios decorrentes da internalização de ordens

O Relatório Parcial de AIR identificou os seguintes problemas regulatórios advindos da prática da internalização: **(i) seleção adversa**; **(ii) bens públicos**; e **(iii) custos de transação**, tendo em vista que tais problemas impactam indicadores importantes da qualidade do mercado, tais como a liquidez e o processo de formação de preços⁴⁸.

A seleção adversa e os bens públicos estão relacionados às chamadas falhas do mercado, isto é, situações que revelam a incapacidade das instituições do mercado de evitar atividades indesejadas que prejudiquem a sua eficiência⁴⁹.

Os custos de transação, a seu turno, referem-se aos custos incorridos na realização dos negócios e que compreendem: **(i)** os de busca de informações sobre os ativos, os preços e os potenciais compradores; **(ii)** os de negociação entre

⁴⁶ Relatório Parcial de AIR, pp. 66-67. Além disso, ver também a descrição da oferta RLP no *website* da B3. Disponível em https://www.b3.com.br/pt_br/solucoes/plataformas/puma-trading-system/para-participantes-e-traders/regras-e-parametros-de-negociacao/tipos-de-ofertas/. Acesso em 04.09.2024.

⁴⁷ Ofício Circular da B3 003/2022-VPC, de 06.01.2022. Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/91/53/99/8A/7413E7108BD66BD7AC094EA8/OC%20003-2022-VPC%20RLP_LIMPA_REVISADO_RR.pdf. Acesso em 04.09.2024.

⁴⁸ De acordo com Margareth Noda, “[a]ta liquidez, baixo custo de transação e eficiente processo de formação de preços parecer ser os mais importantes dentre os indicadores de qualidade do mercado.” (MARGARETH NODA. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil**. Tese de Doutorado. Orientador: Professor Titular Dr. Newton de Lucca. Universidade de São Paulo – USP. Faculdade de Direito. São Paulo, 2015, p. 63.).

⁴⁹ FRANCIS M. BATOR. “The Anatomy of Market Failure”. In: **The Quarterly Journal of Economics**, v. 72, Issue 3, August 1958, p. 351.

compradores e vendedores; e (iii) os de realização de contratos e de sua correta aplicação⁵⁰.

Nesse aspecto, entende-se que a regulação tem por função enfrentar o problema das falhas de mercado e dos custos de transação, buscando reduzi-los e, se possível, eliminá-los⁵¹.

A seguir, serão analisados os problemas regulatórios identificados pelo Relatório Parcial de AIR.

VIII.1 – Seleção adversa

A seleção adversa relaciona-se às falhas do mercado e, em particular, ao problema da assimetria informacional.

A informação é valiosa para os agentes econômicos, na medida em que baseia a análise de risco e o processo decisório relativos à alocação de recursos. Contudo, a informação não é distribuída igualitariamente entre os agentes econômicos, gerando a assimetria informacional. Dessa desigualdade informativa, surge o problema de agentes econômicos mais informados usarem o conhecimento de que dispõem em benefício próprio e em detrimento daqueles com menos informação.

Tal situação conecta-se às relações de agência, em que uma das partes (principal ou representado) atribui à outra (agente ou representante) poder de decisão para executar uma atividade no interesse do principal⁵².

⁵⁰ ARMANDO CASTELAR PINHEIRO, JAIRO SADDI. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Campus, 2006, p. 62.

⁵¹ OTAVIO YAZBEK. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, pp. 37-45.

⁵² MICHAEL C. JENSEN e WILLIAM H. MECKLING. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". In: **Journal of Financial Economics**. v. 3, nº 4, 1976, pp. 305-360. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em 04.09.2024; HENRY HANSMANN. "Ownership of the Firm". In: Lucian Arye Bebchuk (Ed.). **Corporate Law and Economic Analysis**. 2ª edição, Cambridge: Cambridge University Press, 1991, pp. 281 e seguintes.

É inerente às relações de agência o surgimento de situações de conflito de interesses, pois, diante da assimetria informacional, verifica-se o risco moral (*moral hazard*) de o agente maximizar seus próprios ganhos usando de informações de que tem acesso privilegiado na execução da função que lhe foi delegada e, com isso, privilegiar seu interesse em detrimento do interesse do principal.

A seleção adversa (*adverse selection*) se manifesta nas hipóteses de conhecimento escondido (*hidden knowledge*), ou seja, quando o principal não dispõe de toda informação necessária sobre aquele com quem irá contratar. Nesse contexto, o contratado pode se beneficiar da posição de ignorância do contratante, enquanto este pode procurar se salvaguardar, oferecendo preços mais baixos ou, até mesmo, deixando de contratar⁵³.

No que se refere à internalização de ordens, a seleção adversa decorre da assimetria informacional entre os diferentes perfis de investidores. Vale dizer, diante da diversidade de investidores com níveis de informação distintos sobre os ativos em circulação, os intermediários tenderão a internalizar as ordens de investidores de varejo, pois a probabilidade de tais investidores apresentarem um *hidden knowledge* é menor.

Os investidores institucionais, por sua vez, caracterizados pelo maior poder de barganha econômico e por serem mais informados, têm maior chance de negociarem com *hidden knowledge* e se beneficiarem disso.

Dessa forma, o intermediário pode julgar que o preço da ordem internalizada de um investidor institucional sofrerá um impacto no futuro, pois esse investidor pode estar querendo comprar ou vender o ativo, em razão de uma informação que a corretora não dispõe (*hidden knowledge*).

⁵³ OTAVIO YAZBEK. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 45.

Na perspectiva do intermediário, internalizar a ordem de um investidor institucional, que pode estar em posse de uma informação desconhecida, representa maior risco de prejuízo, pois a corretora compraria para sua carteira ou venderia de sua carteira um ativo com elevada probabilidade de que ele sofra uma perda (no caso de compra) ou ganho de valor (no caso de venda).

Logo, com a finalidade de evitar o risco de impacto futuro no preço das operações internalizadas, o intermediário tenderia a se restringir a internalizar as ordens de clientes de varejo e direcionar as ordens de investidores institucionais para o livro central de ofertas, prática conhecida na experiência estrangeira como *cream skimming*.

A internalização do fluxo de varejo e o direcionamento de ofertas de investidores institucionais para o livro central transportaria o problema da seleção adversa para o ambiente de bolsa. No sistema de negociação da bolsa, formadores de mercado e outros investidores, diante da seleção adversa, tenderiam, para se resguardar, a comprar de investidores institucionais com desconto, a vender a preços maiores ou, até mesmo, a deixar de negociar, reduzindo a liquidez do mercado.

A adoção dessa postura pode deteriorar o processo de formação de preços, pois o valor dos ativos traduziria o receio de investidores em negociar com contrapartes mais informadas que podem estar se beneficiando em detrimento dos demais, o que desestimularia o investidor a tornar-se mais informado e definir o preço do ativo com base nas condições econômicas do país, do emissor e de seu setor econômico.

Ademais, tal processo engendraria um aumento do *spread* nas operações com investidores institucionais, pois as ofertas de compra e de venda refletiriam as tentativas dos ofertantes de conter a seleção adversa, o que também pode aumentar os custos de transação e reduzir o nível de liquidez do mercado de bolsa.

O problema da seleção adversa foi objeto de estudos acadêmicos realizados com dados do Brasil e do exterior, e tais trabalhos foram analisados pela ASA no Relatório Parcial de AIR⁵⁴. Apesar de divergências entre os resultados dos estudos, a conclusão geral é que a internalização de ordens propicia a prática de *cream skimming*⁵⁵ por intermediários e que, a partir de certo patamar de internalização, a liquidez do mercado é prejudicada⁵⁶, o que também afeta o adequado processo de formação de preços⁵⁷.

⁵⁴ Relatório Parcial de AIR, pp. 46-59. A ASA analisou 12 (doze) estudos acadêmicos, alguns dos quais não envolvem exclusivamente a internalização de ordens e abrangem, também, modalidades diversas de negociação opaca (*dark trading*).

⁵⁵ A segmentação de perfil de fluxo ocorre na prática, considerando maiores *spreads* em ambientes visíveis e menores *spreads* na internalização ou negociação opaca, os quais denotam o impacto da seleção adversa. Sobre esse ponto, cabe mencionar os seguintes estudos: (i) RHODRI G. PREECE. **Dark pools, internalization, and equity market quality**. CFA Institute, 2012. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (ii) SEAN FOLEY; TÁLIS J. PUTNINŠ. **Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?** CFA Institute, 2014. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/trade-at-rule-report.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (iii) BAIJU DEVANI; LISA ANDERSON; YIFAN ZHANG. **Impact of the Dark Rule Amendments**. Investment Industry Regulatory Organization of Canada, 2015. Disponível em <https://www.regulatorwatch.com/wp-content/uploads/2015/05/Impact-of-Dark-Rule-Amendment.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (iv) COMERTON-FORDE; TÁLIS J. PUTNINŠ. “Dark trading and price discovery”. In: **Journal of Financial Economics**, v. 118, Issue 1, October 2015, pp. 70-92; (v) HANS DEGRYSE; FRANK DE JONG; VINCENT VAN KERVEL. “The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality”. In: **Review of Finance**, v. 19, n. 4, 2015, pp. 1587-1622; (vi) MATTEO AQUILINA, IVAN DIAZ-RAINEY, GBENGA IBIKUNLE e YUXIN SUN. “Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading”. In: **Occasional Paper**, n. 29, London: Financial Conduct Authority, 2017. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/op17-29.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (vii) WENN SHENG CHIOH, BING KIAT CHUA, ANDREW ANG, FAN JIA RONG e BRANDON SIM. **Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market**. Monetary Authority of Singapore, 2019. Disponível em <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/MIS/Effects-of-Dark-Trading-on-Liquidity-of-Singapore-Equity-Market.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (viii) ALAN DE GENARO e PEDRO SAFFI. Internalizando a internalização de ordens (The Introduction of ‘Retail Liquidity Provider’ Orders in Brazil: Impact on Market Quality). In: **SSRN Electronic Journal**, 2021. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368. Acesso em 04.09.2024; e (ix) FATEMEH ARAMIAN e LARS L. NORDÉN. “Costs and benefits of trading with stock dealers”. In: **European Financial Management**, v. 30, Issue 3, June 2024, pp. 1063-1756. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/eufm.12430>. Acesso em 04.09.2024.

⁵⁶ A propósito, cabe destacar os seguintes estudos: (i) HANS DEGRYSE; FRANK DE JONG; VINCENT VAN KERVEL. “The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality”. In: **Review of Finance**, v. 19, n. 4, 2015, pp. 1587-1622; (ii) MATTEO AQUILINA, IVAN DIAZ-RAINEY, GBENGA IBIKUNLE e YUXIN SUN. “Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading”. In: **Occasional Paper**, n. 29, London: Financial Conduct Authority, 2017. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/op17-29.pdf>. Acesso em 04.09.2024; (iii) WENN SHENG CHIOH, BING KIAT CHUA, ANDREW ANG, FAN JIA RONG e BRANDON SIM. **Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market**. Monetary Authority of Singapore, 2019. Disponível em <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/MIS/Effects-of-Dark-Trading-on-Liquidity-of-Singapore-Equity-Market.pdf>. Acesso em 04.09.2024; e (iv) FATEMEH ARAMIAN e LARS L. NORDÉN. “High-Frequency Traders and Single-Dealer Platforms”. In: **SSRN Electronic Journal**, 2020. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3738608. Acesso em 04.09.2024.

⁵⁷ ISAC SILVEIRA DA COSTA. “XP Facilitation, Oferta RLP e Internalização à Brasileira”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 92, abril-junho, 2021, pp. 15-45. Além disso, cabe citar o estudo COMERTON-FORDE; TÁLIS J. PUTNINŠ. “Dark trading and price discovery”. In: **Journal of Financial Economics**, v. 118, Issue 1, October 2015, pp. 70-92, no qual constatou-se que o aumento no nível de negociação opaca comum (exceto grandes lotes) correlaciona-se com uma deterioração de métricas de eficiência informacional dos preços.

VIII.2 – Bens públicos

A exploração de bens públicos ou coletivos (*public goods*) também é uma falha do mercado. Bem público é aquele que beneficia todos os agentes e não apenas aquele que o criou.

Considera-se bem público (i) o bem não exclusivo, porque pode ser utilizado por quem não arcou com os custos de sua criação; e (ii) o bem não rival, cuja utilização por alguns agentes não impede que ele seja utilizado por outros agentes econômicos.

O exemplo clássico de bem público é o farol construído para iluminar o caminho até um porto marítimo. Determinada empresa pode tomar a iniciativa de construir um farol para beneficiar os navios de sua frota, porém, após a construção do farol, navios de outras empresas também se beneficiarão, sem que tenham arcado com os custos da construção. Nesse contexto, os navios de outras empresas são denominados *free-riders* ou caronistas⁵⁸.

A exploração do bem público por *free-riders* é uma falha do mercado, porque desestimula a alocação de recursos para a criação de bens que beneficiem a todos. Mesmo que tarifas sejam cobradas para a utilização de *public goods*, a cobrança pode gerar ineficiências, pois a tarifa não pode ser discriminatória nem tão elevada a ponto de impedir as atividades desenvolvidas pelos agentes econômicos caronistas.

Na hipótese da prática de internalização de ordens, o intermediário se aproveita da estrutura do mercado de bolsa e de seu sistema competitivo, centralizado e multilateral de formação de preços, para promover a internalização das ordens de seus clientes. A corretora se comporta como *free-rider*, explorando o sistema da bolsa,

⁵⁸ OTAVIO YAZBEK. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 50.

sem incorrer nos custos relacionados à manutenção dessa estrutura de formação de preços.

Ainda que a bolsa cobre do intermediário uma tarifa para a utilização do sistema de formação de preços, os incentivos para a manutenção do mercado de bolsa são reduzidos, o que pode acarretar: **(i)** a elevação dos custos para negociar na bolsa de valores; **(ii)** a redução da qualidade dos serviços prestados no ambiente de bolsa; e **(iii)** a diminuição da liquidez nesse ambiente⁵⁹.

VIII.3 – Custos de transação

Os custos de transação referem-se aos custos da atividade econômica, que decorrem da necessidade permanente de pesquisar preços, buscar informações, negociar e concluir múltiplos contratos.

No contexto da internalização de ordens, deve-se analisar os custos de negociação e os custos de pós-negociação no mercado.

Os custos de negociação envolvem a busca e análise de informações sobre os ativos a serem negociados, as taxas e tarifas pagas ao intermediário e ao ambiente de bolsa, por exemplo, e a porcentagem do *bid-ask spread* paga na operação. Já os custos de pós-negociação envolvem as despesas relacionadas à compensação e liquidação das operações, bem como ao depósito dos ativos negociados.

Costuma-se atribuir à prática da internalização a redução de custos de transação na negociação, sob a perspectiva do investidor de varejo, por meio da redução ou zeragem de taxas de corretagem pelo intermediário, o qual passa a lucrar com base no *spread*. Além disso, em determinadas jurisdições, a infraestrutura de pós-negociação de ordens internalizadas pode ser simplificada, eliminando a exigência de contraparte central para compensação e liquidação e permitindo o

⁵⁹ Relatório Parcial de AIR, p. 60.

depósito de ativos em contas coletivas (contas *omnibus*), o que também reduziria os custos de transação.

Em todo o caso, mesmo que, da perspectiva do investidor de varejo, os custos de transação possam ser reduzidos em virtude da possibilidade de internalização, haveria, por outro lado, um desestímulo à manutenção de ambientes de negociação de bolsa, favorecendo, em termos competitivos, ambientes internalizadores.

IX – Os princípios da regulação do mercado de valores mobiliários

IX.1. Objetivos e Princípios da IOSCO para regulação do mercado de valores mobiliários

A IOSCO divulgou, em maio de 2017, o relatório *Objectives and Principles of Securities Regulation* (“Relatório IOSCO”), o qual estabelece 38 (trinta e oito) princípios para a regulação do mercado de valores mobiliários, baseados em 3 (três) objetivos: **(i)** proteção dos investidores; **(ii)** garantia de que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e **(iii)** redução de riscos sistêmicos⁶⁰.

De acordo com o *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* (“Metodologia IOSCO”)⁶¹, que interpreta o Relatório IOSCO, os 3 (três) objetivos da regulação do mercado estão interrelacionados. Ou seja, muitos dos requisitos que contribuem para garantir mercados justos, eficientes e transparentes também proporcionam proteção aos investidores e ajudam a reduzir o risco sistêmico. Do mesmo modo, muitas das medidas que reduzem o risco sistêmico protegem os investidores⁶².

⁶⁰ IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. Maio, 2017. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

⁶¹ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Maio, 2017. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

⁶² “The three objectives are closely related and, in some respects, overlap. Many of the requirements that help to ensure fair, efficient and transparent markets also provide investor protection and help to reduce systemic risk. Similarly, many of the measures that reduce systemic risk provide protection for investors.” (Metodologia IOSCO, p. 10).

A **proteção dos investidores** refere-se ao combate de práticas não equitativas, manipulação de mercado e fraude, como o *insider trading*, uma vez que os investidores estão mais suscetíveis à prática de ilícitos por intermediários e outros agentes do mercado.

Dessa forma, a regulação deve prever mecanismos de ressarcimento e assegurar que os investidores sejam tratados de forma justa e equitativa, impondo aos participantes do mercado *standards* ou deveres de conduta que protejam os investidores.

A **garantia de que os mercados sejam justos** está conectada à proteção dos investidores e exige que a regulação previna práticas impróprias de negociação. Assim, as estruturas do mercado não podem favorecer determinados usuários em detrimento de outros.

Nessa perspectiva, a regulação deve comprometer-se com o acesso justo e igualitário, pelos investidores, à estrutura do mercado e às informações de mercado e preço. A propósito, a regulação também deve promover o tratamento equitativo das ordens dos investidores e a estipulação de um processo de formação de preços confiável.

A **eficiência do mercado**, por sua vez, está associada ao cenário em que o processo de formação de preços reflete as informações relevantes disponíveis, divulgadas de forma ampla e oportuna.

A eficiência do mercado também está relacionada com a **transparência da negociação**, ou seja, em que medida as informações sobre a negociação (o que envolve a pré-negociação e a pós-negociação) são publicamente disponibilizadas em tempo real.

A transparência pré-negociação refere-se à divulgação de informações sobre as ofertas de compra e as ofertas de venda de ativos, o que permite ao investidor conhecer, com determinado nível de certeza, se e em que preço ele pode negociar. Já a transparência pós-negociação relaciona-se aos preços e volumes das operações realizadas, o que também diminui custos de transação.

O objetivo da **redução de riscos sistêmicos**, a seu turno, não pode impedir a assunção legítima de riscos, sem a qual o mercado não funcionaria. Por essa razão, o objetivo está relacionado à criação de procedimentos de controle e ao estabelecimento de requisitos de capital mínimo e prudenciais suficientes para a absorção dos efeitos de perdas, falhas, inadimplementos e erros operacionais, sem que a higidez do sistema seja prejudicada.

Entre os 38 (trinta e oito) princípios do Relatório IOSCO que orientam a regulação do mercado de capitais, destacam-se, para fins desta Nota Técnica, os Princípios 31, 35 e 36.

O Princípio 31 está inserido na seção do Relatório IOSCO destinada aos intermediários do mercado. De acordo com o Princípio 31⁶³, os intermediários do mercado devem conduzir seus negócios de forma a proteger os interesses de seus clientes e seus ativos, contribuindo também para a preservação da integridade do mercado.

A regulação deve exigir que esses intermediários implementem políticas e procedimentos internos adequados para garantir a conformidade com as leis, bem como uma organização interna apropriada e sistemas eficazes de gestão de riscos.

Os Princípios 35 e 36 estão relacionados à regulação do mercado secundário.

⁶³ “31. Market intermediaries should be required to establish an internal function that delivers compliance with standards for internal organization and operational conduct, with the aim of protecting the interests of clients and their assets and ensuring proper management of risk, through which management of the intermediary accepts primary responsibility for these matters.” (Relatório IOSCO, p. 11).

O Princípio 35⁶⁴ determina que a regulação deve promover a transparência da negociação.

A transparência é geralmente tida como essencial tanto para a justiça quanto para a eficiência de um mercado, especialmente para sua liquidez e qualidade na formação de preços.

Ademais, a transparência antes e depois das negociações aumenta a equidade e a proteção dos investidores ao facilitar o monitoramento da qualidade das operações concluídas pelos intermediários.

A transparência também pode ajudar a promover a eficiência do mercado, uma vez que ineficiências na precificação de ativos e o alargamento dos *spreads* podem ocorrer quando os participantes do mercado não têm conhecimento das atividades de negociação de outros participantes.

A ampla disponibilidade de informações sobre ofertas é um fator central para garantir a adequada formação de preços e fortalecer a confiança dos investidores de que poderão negociar a preços justos. Tal confiança, por sua vez, aumenta o incentivo para que investidores participem do mercado, facilita a liquidez e estimula a formação de preços competitivos.

Além disso, informações sobre os volumes e preços das transações concluídas permitem que os participantes do mercado monitorem a qualidade das execuções que obtiveram em comparação com outros usuários do mercado.

Em geral, quanto mais completas e amplamente disponíveis forem as informações de negociação, mais eficiente deverá ser o processo de descoberta de preços e maior será a confiança do público em sua equidade.

⁶⁴ "35. Regulation should promote transparency of trading." (Relatório IOSCO, p. 12).

Ademais, o Princípio 36⁶⁵ do Relatório IOSCO dispõe que a regulação deve detectar e desestimular a manipulação de mercado e outras práticas de negociação não equitativas, uma vez que essas práticas distorcem o processo de formação de preços e lesam os investidores.

IX.2. Princípios da IOSCO sobre Liquidez Opaca

Atenta aos chamados ambientes opacos de negociação (*dark pools*), a IOSCO também divulgou, em maio de 2011, o relatório “*Principles for Dark Liquidity*” (“Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca”), o qual estabelece 6 (seis) princípios relacionados à transparência e à negociação opaca⁶⁶.

Os Princípios 1 e 2 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca referem-se à transparência na negociação. O Princípio 1⁶⁷ aborda a transparência pré-negociação e define que o preço e o volume de ofertas devem, em regra, ser transparentes para o público. Todavia, nas jurisdições em que o regulador permite diferentes estruturas de mercado e tipos de ordem que não preveem a transparência pré-negociação (*dark orders*), deve-se considerar o impacto da falta de transparência para o processo de formação de preços, a fragmentação⁶⁸, a equidade e a qualidade geral do mercado⁶⁹.

⁶⁵ “36. Regulation should be designed to detect and deter manipulation and other unfair trading practices.” (Relatório IOSCO, p. 12).

⁶⁶ IOSCO. **Principles for Dark Liquidity**. Maio, 2011. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

⁶⁷ “Principle 1: The price and volume of firm orders should generally be transparent to the public. However, regulators may choose not to require pre-trade transparency for certain types of market structures and orders. In these circumstances, they should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality.” (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 26).

⁶⁸ A fragmentação do mercado contrapõe-se à sua consolidação. Em um mercado secundário consolidado, as negociações são realizadas em um único ambiente de negociação, ao passo que, em um mercado secundário fragmentado, as operações são realizadas em mais de um ambiente de negociação. Tanto a fragmentação quanto a consolidação apresentam vantagens e desvantagens e, em vista disso, o regulador deve priorizar a consolidação ou a fragmentação do mercado, na medida em que uma dessas alternativas seja mais benéfica aos investidores e promova a melhoria da qualidade geral do mercado (MARGARETH NODA. **Fragmentação do Mercado Secundário: Desafios para a Regulação no Brasil**. Tese de Doutorado. Orientador: Professor Titular Dr. Newton de Lucca. Universidade de São Paulo – USP. Faculdade de Direito. São Paulo, 2015, p. 83.).

⁶⁹ Nesse sentido, a Metodologia IOSCO sustenta que estabelecer padrões de transparência de mercado não é uma tarefa simples, pois o interesse dos participantes nos níveis de transparência do mercado pode variar. A regulação pode optar por não exigir transparência pré-negociação para certos tipos de ordens (por exemplo, grandes lotes de ações ou valores mobiliários representativos de ações), levando em consideração o impacto de

O Princípio 2⁷⁰ do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca trata da transparência pós-negociação e estabelece que as informações relativas às operações realizadas, incluindo aquelas executadas em *dark pools* ou como resultado de *dark orders* transmitidas a ambientes não opacos, devem ser transparentes para o público. Nesse contexto, o regulador deve avaliar os impactos positivos e negativos de se revelar negociações em um ambiente opaco de negociação ou de operações realizadas em um mercado transparente que resultaram de ordens opacas.

Já o Princípio 3⁷¹ refere-se à prioridade das ordens transparentes e recomenda que, nas jurisdições em que a negociação opaca é permitida, o regulador deve adotar mecanismos para garantir que ordens transparentes sejam mais utilizadas que ordens opacas. Além disso, as ordens transparentes devem ter prioridade em relação às ordens opacas com o mesmo preço em um ambiente de negociação.

O Princípio 4⁷² do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca trata do reporte ao regulador, ao estabelecer que ele deve prever um regime de reporte ou dispor de meios para acessar informações sobre ordens opacas e operações realizadas em ambientes opacos de negociação.

tais ordens na formação de preços, fragmentação, equidade e qualidade geral do mercado, especialmente considerando a proporção relativa de ordens ocultas em comparação com ordens visíveis. Logo, segundo recomenda a Metodologia IOSCO, a regulação precisa avaliar o nível apropriado de transparência das negociações com atenção considerável (Metodologia IOSCO, pp. 236-237).

⁷⁰ "Principle 2: Information regarding trades, including those executed in dark pools or as a result of dark orders entered in transparent markets, should be transparent to the public. With respect to the specific information that should be made transparent, regulators should consider both the positive and negative impact of identifying a dark venue and/or the fact that the trade resulted from a dark order." (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 27-28).

⁷¹ "Principle 3: In those jurisdictions where dark trading is generally permitted, regulators should take steps to support the use of transparent orders rather than dark orders executed on transparent markets or orders submitted into dark pools. Transparent orders should have priority over dark orders at the same price within a trading venue." (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 28).

⁷² "Principle 4: Regulators should have a reporting regime and/or means of accessing information regarding orders and trade information in venues that offer trading in dark pools or dark orders." (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 29).

O Princípio 5⁷³ define que *dark pools* e ambientes não opacos que oferecem *dark orders* devem disponibilizar informações suficientes para os investidores que possibilitem o entendimento de como suas ordens foram tratadas e executadas.

Por fim, o Princípio 6⁷⁴ do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca recomenda que o regulador acompanhe periodicamente a criação e expansão de *dark pools* e *dark orders* em sua jurisdição, para assegurar que isso não afete a eficiência do processo de formação de preços em mercados não opacos, adotando as providências cabíveis, se necessário.

IX.3. Princípios previstos na Lei nº 6.385/1976

O artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 estabelece, como normas programáticas, os objetivos ou princípios que norteiam a atuação da CVM, os quais também refletem os objetivos e princípios da IOSCO para regulação do mercado de valores mobiliários⁷⁵. Nesse sentido, vale transcrever o dispositivo em questão:

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

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

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

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

⁷³ “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.” (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 30).

⁷⁴ “Principle 6: Regulators should periodically monitor the development of dark pools and dark orders in their jurisdictions to seek to ensure that such developments do not adversely affect the efficiency of the price formation process, and take appropriate action as needed.” (Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca, p. 31).

⁷⁵ SHEILA CRISTINA NEDER CEREZETTI. “Artigo 4º”. In: Gabriela Codorniz e Laura Patella (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 116.

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

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

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

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

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

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

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

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

Para fins desta Nota Técnica, ressaltam-se os incisos I, II, III e VII do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976.

O inciso I refere-se ao estímulo para a formação de poupança popular e sua aplicação em valores mobiliários. Ele é complementado pelo disposto na parte final do inciso II, que prevê o objetivo da CVM de estimular aplicações permanentes em ações de companhias abertas.

A propósito, as normas que regulamentam os mercados financeiro e de capitais devem atender à finalidade de viabilizar a mobilização da poupança nacional, que se concretiza na medida em que os detentores de recursos financeiros (poupadores) necessitem ou desejem aplicá-los em alguma atividade econômica⁷⁶.

⁷⁶ ROBERTO QUIROGA MOSQUERA. “Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais”. In: Roberto Quiroga Mosquera (coord.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263.

Os incisos I e II do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 orientam a atuação da CVM para que ela direcione seus esforços regulatórios para que os investidores apliquem seus recursos financeiros em valores mobiliários e, mais especificamente, em ações de companhias abertas, de forma permanente⁷⁷.

Com efeito, a essência do mercado de capitais é justamente viabilizar a captação de recursos por companhias que precisam crescer, sem que elas fiquem dependentes exclusivamente das opções de financiamento bancário.

Dessa forma, o mercado de valores mobiliários funciona como estímulo à poupança e ao investimento, sendo fator fundamental de desenvolvimento das economias modernas, já que sua principal função econômica é o atendimento das necessidades de financiamento por parte das companhias, surgindo como fonte de recursos capaz de alavancar projetos de expansão ou de aperfeiçoamento.

Evidentemente, para que o mercado de capitais se desenvolva e cumpra devidamente com sua função econômica de atrair investidores para aplicar seus recursos nas companhias, é imprescindível que ele seja dotado de confiabilidade e credibilidade, que devem ser garantidas pela ação da CVM em prol dos demais objetivos regulatórios elencados no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976⁷⁸.

Nesse sentido, a primeira parte do inciso II do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 trata do funcionamento eficiente do mercado de ações, enquanto o inciso III se refere à eficiência do mercado de bolsa e de balcão. Ambos abordam a eficiência do mercado como um todo, sendo este um objetivo fundamental da regulação do mercado e da atuação da CVM.

⁷⁷ Conferir, a propósito: SHEILA CRISTINA NEDER CEREZETTI. "Artigo 4º". In: Gabriela Codorniz e Laura Patella (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 116-118.

⁷⁸ LEANDRO BITTENCOURT ADIERS. "Demanda Reparatória Ajuizada por Acionista em Virtude de Adimplemento Imperfeito. Função e Natureza Jurídica das Demonstrações Financeiras. Caráter Constitutivo das Decisões Assembleares Tomadas por Órgãos das Sociedades Anônimas. A Ação Reguladora e Princípios Essenciais Vinculadores de Companhias Abertas com Valores Mobiliários no Mercado de Capitais. Imposições da Ordem Constitucional Econômica. Prazos de Prescrição na Lei das Sociedades Anônimas.". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 129, 2003, p. 238-240.

Como referido anteriormente, a eficiência do mercado está associada ao cenário em que o processo de formação de preços reflete as informações relevantes disponíveis, divulgadas de forma ampla e oportuna. Para atingir essa finalidade, a CVM deve buscar promover maior eficiência nas operações entre os investidores, reduzindo tanto quanto possível os custos de transação⁷⁹.

Outro importante aliado à promoção da eficiência do mercado é o regime de transparência das ofertas e das negociações⁸⁰, que contribui para a liquidez e para o adequado processo de formação de preços no mercado, além de proporcionar maior controle sobre a conduta dos intermediários.

O inciso VII, por sua vez, dispõe sobre a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, a CVM deve estabelecer normas que previnam e proíbam práticas não equitativas, bem como reprimir tais comportamentos assim que constatados.

A prática não equitativa no mercado de capitais é definida no artigo 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022 (“RCVM 62”) como *“aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”*.

O princípio regulatório previsto no inciso VII do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 ampara-se no objetivo fundamental do mercado de proteção dos investidores e de garantia de um mercado justo. Dessa forma, a promoção de práticas equitativas no mercado envolve a elaboração de normas e a atuação do regulador

⁷⁹ NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª edição, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 53.

⁸⁰ SHEILA CRISTINA NEDER CEREZETTI. “Artigo 4º”. In: Gabriela Codorniz e Laura Patella (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 119.

para assegurar a equidade e o justo tratamento dos investidores e demais participantes do mercado de capitais.

IX.4. A Lei de Liberdade Econômica e a regulação do mercado de valores mobiliários

A Lei nº 13.874/2019 – que ficou conhecida pela denominação de Lei de Liberdade Econômica (“LLE”) – estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica, bem como disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador.

A LLE estipula em seu artigo 3º, inciso VI, que constitui direito essencial para o desenvolvimento e o crescimento econômico do País *“desenvolver, executar, operar ou comercializar novas modalidades de produtos e de serviços quando as normas infralegais se tornarem desatualizadas por força de desenvolvimento tecnológico consolidado internacionalmente, nos termos estabelecidos em regulamento, que disciplinará os requisitos para aferição da situação concreta, os procedimentos, o momento e as condições dos efeitos”*.

No plano específico da regulação econômica, o artigo 4º, inciso IV, da LLE dispõe que é dever da Administração Pública evitar o chamado abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente, entre outras hipóteses, redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco⁸¹.

Ademais, para justificar a regulação de atividades econômicas de interesse geral e não incorrer em abuso do poder regulatório, o Poder Público deve,

⁸¹ “Art. 4º É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente: (...) IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco.”.

nos termos do artigo 5º da LLE, previamente realizar procedimento de AIR, que vise a compreender os efeitos do ato normativo e verificar a razoabilidade de seu impacto econômico.

Sendo assim, a LLE estabelece parâmetros objetivos ao regulador, na medida em que este deve fundamentar e legitimar suas decisões com base em estudos pragmáticos e empíricos das consequências da regulação que se pretende realizar.

As normas da LLE, evidentemente, **não** impedem o Poder Público de regular determinada atividade inovadora ou novo modelo de negócios.

Lembre-se, nesse sentido, que a regulação econômica serve para corrigir falhas de mercado justamente visando a permitir que os agentes usufruam de forma adequada de sua liberdade econômica, sem trazer, por outro lado, prejuízos para o funcionamento do mercado. Vale dizer, deve o Estado regular as disfuncionalidades do mercado, coibindo que os agentes extrapolem suas liberdades econômicas e, com isso, acabem prejudicando o mercado.

O que a LLE proíbe, portanto, é tão somente a regulação indevida, que restringe, de modo injustificado, a livre iniciativa.

Dessa forma, o regulador estatal tem a prerrogativa de estabelecer normas infralegais que regulamentem o exercício de atividades econômicas inovadoras. Tal regulamentação deve ser fundamentada nos demais valores e princípios do ordenamento, para que não seja abusiva, extrapolando as finalidades sociais, econômicas e jurídicas que o regulador deve atingir no exercício de sua atuação.

X – A possível regulação definitiva da internalização de ordens e o atendimento aos princípios da regulação do mercado de valores mobiliários

A incorporação definitiva da internalização de ordens ao arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, com a eliminação das restrições atualmente previstas na RCVM 135⁸² e sem a previsão de outras restrições e salvaguardas regulatórias, pode resultar em violação aos princípios legais e àqueles estabelecidos pela IOSCO, os quais orientam a atuação da CVM.

Nessa perspectiva, analisaremos adiante como a prática da internalização pode afetar o cumprimento de tais princípios, destacando os principais desafios advindos da internalização: **(i) *cream skimming***; **(ii)** deterioração da liquidez do mercado de bolsa; **(iii)** ineficiência no processo de formação de preços; **(iv)** impacto sobre o dever de melhor execução; **(v)** redução de custos de transação na pós-negociação e elevação do risco sistêmico; e **(vi)** falta de transparência na pré-negociação.

Na sequência, abordaremos o tema da internalização de ordens sob a perspectiva das disposições da LLE, ressaltando que a criação de restrições à prática pelos intermediários não configura hipótese de abuso do poder regulatório pela CVM.

X.1. *Cream skimming*

A prática de *cream skimming* relaciona-se, como já referido, à preterição de clientes institucionais pelos intermediários, que privilegiarão seus próprios ganhos ao internalizarem exclusivamente ordens de clientes de varejo.

⁸² Conforme referido, o artigo 94 da RCVM 135 proíbe a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários neles admitidos à negociação, ressalvadas as hipóteses expressamente previstas em seus incisos. Além disso, o artigo 90, parágrafo único, da RCVM 135 veda a negociação simultânea de ações e valores mobiliários representativos de ações em mercado de bolsa e mercado de balcão organizado, exceto na hipótese de negociação de grandes lotes prevista no artigo 95 da RCVM 135.

Tal prática aduz à questão da seleção adversa, ou seja, a falha de mercado pela qual o agente de mercado contrata com uma contraparte mais informada e esta se beneficia de sua posição, por estar em posse de um *hidden knowledge*, em detrimento do outro contratante. Em contraposição, o contratante pode se salvaguardar e aumentar o preço de venda ou diminuir o preço de compra, bem como optar por deixar de contratar com a contraparte mais informada.

Na internalização de ordens, a seleção adversa se manifesta nos seguintes cenários: **(i)** o intermediário deixa de internalizar ordens de investidores institucionais (mais informados) e capta o fluxo de ordens de clientes de varejo (menos informados), isto é, o *cream skimming*; e **(ii)** apenas as ordens de investidores institucionais são transmitidas para o livro central da bolsa, acarretando em deterioração da liquidez e do processo de formação de preços na bolsa, pois, com o desvio das ordens de varejo para os ambientes internalizadores, formadores de mercado e outros investidores modificariam o preço das operações em bolsa para um patamar que não se verificaria, caso não houvesse seleção adversa, ou deixariam de contratar com investidores institucionais.

Estudos acadêmicos analisados no Relatório Parcial de AIR constataram que a internalização propicia o *cream skimming* na prática⁸³. Tal fenômeno pode representar violação a determinados objetivos e princípios que orientam a regulação do mercado pela CVM.

A preterição de ordens de clientes institucionais por intermediários **viola o objetivo fundamental da regulação de proteção aos investidores**. Isso porque o eventual nível elevado de informação ou o poder de barganha de um investidor institucional não autoriza, por si só, a prática de *cream skimming* pelo intermediário.

⁸³ “A análise de métricas baseadas em spreads tendem a considerar que a segmentação de perfil de fluxo ocorre na prática. • Perfis de varejo costumam obter spreads menores em situações com internalização, e passam a obter spreads maiores em situações com restrições. • Existem estudos empíricos que mensuram relações benígnas ou de complementariedade entre negociação opaca ou internalizada e negociação visível, considerando ainda a possibilidade de diferenciação de perfis de negociação demandados. • No entanto, a maioria dos estudos considera que há alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado.” (Relatório Parcial de AIR, p. 59).

Tal prática **violaria ainda o objetivo fundamental da garantia de um mercado justo e eficiente**, a qual exige a prevenção de práticas impróprias de negociação que favoreçam determinados investidores em detrimento de outros.

A não preterição do investidor institucional é objeto dos **Princípios 31 e 36 do Relatório IOSCO**, segundo os quais os intermediários devem conduzir seus negócios de forma a proteger os interesses de seus clientes, evitando práticas negociais não equitativas.

O problema relativo ao *cream skimming* também está relacionado com o **Princípio 1 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca**. A internalização de ordens é uma forma de negociação opaca, pois as ordens internalizadas não são visíveis no *market data* da bolsa durante a pré-negociação. Como o regulador deve avaliar o impacto da falta de transparência pré-negociação sobre a equidade do mercado, e a prática não equitativa do *cream skimming* deteriora tal equidade, esse fenômeno deve ser considerado pelo regulador brasileiro na eventual eliminação de quaisquer restrições à prática da internalização de ordens.

A propósito, os **Princípios 3 e 5 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca** abordam o direito de não preterição das ordens visíveis e a relevância do controle da conduta do intermediário na negociação opaca.

Ademais, os **incisos II, III e VII do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976** exigem que a CVM assegure o funcionamento eficiente do mercado, assim como impeça a realização de práticas não equitativas, de tal modo que o *cream skimming* deve ser evitado.

Na execução das ordens de clientes, o intermediário deve conferir tratamento equitativo para os investidores, o que envolve a não preterição das ordens de clientes institucionais. Nesse sentido, o artigo 21, § 2º, incisos I e II, da RCVM 35

estabelece a regra da não preterição de clientes, prevendo que **(i)** a prioridade para execução das ordens concorrentes de clientes deve ser determinada pelo critério cronológico; e **(ii)** o intermediário deve priorizar ordens de pessoas que não sejam a ele vinculadas.

A respeito, cabe mencionar que, excepcionalmente, em procedimentos específicos previstos em regulamento da entidade de mercado organizado, quando aprovado pela CVM, a aplicação da regra de não preterição pode ser mitigada, como é o caso, por exemplo, da oferta RLP.

Desde a proposta de criação da oferta RLP pela B3, o mercado destacou a importância da aplicação da regra da não preterição à execução desse tipo de oferta⁸⁴. A B3, a seu turno, sugeriu que, durante a fase experimental da oferta RLP, o direito de não preterição fosse declinado pelo próprio cliente institucional, mediante sua prévia e expressa anuência.

A Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI da CVM, ao apreciar a sugestão da B3, entendeu que a regra da não preterição era uma premissa que não poderia ser afastada da oferta RLP, uma vez que reflete um preceito absoluto contido na vedação de que o intermediário favoreça seus próprios interesses ou os interesses de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de seus clientes. De acordo com a SMI, as regras do mercado devem sempre assegurar que os ambientes de negociação imponham requisitos para uma negociação equitativa e eficiente, o que aumenta a confiança dos investidores no mercado⁸⁵.

⁸⁴ Relatório sobre os Resultados da Consulta Pública, via Ofício Circular 050/2018-VOP, de 19.12.2018, referente a Retail Liquidity Provider (RLP) e novas regras para registro de ofertas diretas em ambiente de bolsa, divulgado em 09.04.2019. Disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/18/72/07/04/5A30A610D97FFE96AC094EA8/Relatorio%20Audencia%20Publica.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

⁸⁵ Memorando nº 20/2019-CVM/SMI, de 23.05.2019. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190528/1410.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

A questão foi submetida ao Colegiado da CVM em 28.05.2019, o qual aprovou a exceção à regra da não preterição, porém não discordou da SMI quanto à primazia do direito do cliente de não ser desfavorecido pelo intermediário. Para o Colegiado da CVM, a exceção foi aprovada somente porque **(i)** o cliente institucional prestaria anuência prévia e expressa à renúncia ao direito de não preterição; **(ii)** as ofertas preteridas dos clientes institucionais seriam objeto de marcação específica, possibilitando o monitoramento pela CVM, a B3, a BSM e o intermediário; e, até então, **(iii)** a oferta RLP apresentava caráter experimental⁸⁶.

Como se verifica, a exceção ao direito de não preterição na oferta RLP foi aprovada em um contexto específico de experimento de uma modalidade de negociação, mediante o qual fez-se possível analisar as métricas da utilização dessa oferta e o impacto que ela causaria à eficiência e à equidade do mercado.

Embora recentemente a oferta RLP tenha obtido aprovação definitiva para os ativos WIN e WDO⁸⁷, foi necessário um período de teste para a sua incorporação, com a supervisão pela CVM e demais partes envolvidas de possíveis impactos nocivos aos clientes institucionais dos intermediários e ao próprio funcionamento do mercado.

Diferente é o cenário em que se promova a eventual incorporação definitiva da internalização de ordens no Brasil, para todos os tipos de ativos e sem quaisquer restrições, tais como as verificadas na oferta RLP (como, por exemplo, o limite operacional).

Em tal cenário, eventual exceção à não preterição pode se tornar a regra geral para a internalização de ordens, o que representaria perda na eficiência e na

⁸⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediário – SMI, j. em 28.05.2019. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190528_R1/20190528_D1410.html. Acesso em 04.09.2024.

⁸⁷ Processo Administrativo CVM nº 19957.002097/2016-90, Rel. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediário – SMI, j. em 13.08.2024. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2024/Informativo27_RC13082024.pdf. Acesso em 04.09.2024.

proteção dos investidores do mercado de valores mobiliários brasileiro por meio da criação de um ambiente propício ao *cream skimming* e, portanto, afrontaria os objetivos da IOSCO de proteção dos investidores e de garantia de um mercado justo e eficiente, os Princípios 31 e 36 do Relatório IOSCO e os incisos II, III e VII do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976. Consequentemente, isso afetaria a credibilidade e confiabilidade do mercado, violando também o objetivo regulatório previsto no inciso I do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, que direciona a atividade da CVM para a atração de investidores para o mercado de capitais.

X.2. Deterioração da liquidez do mercado de bolsa

A função essencial do mercado secundário é conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los rapidamente⁸⁸. Portanto, a liquidez permite que grandes quantidades de um ativo sejam negociadas com rapidez, sem gerar impactos relevantes sobre o preço do ativo, apresentando baixos custos de negociação⁸⁹.

A liquidez do mercado abrange três dimensões: profundidade, amplitude e resiliência. A profundidade refere-se ao volume que se pode negociar por um determinado preço. Já a amplitude relaciona-se com o preço pelo qual se pode negociar determinado volume de ativos. A resiliência, por sua vez, diz respeito à capacidade de recuperação dos preços de um ativo após a ocorrência de oscilações no mercado⁹⁰.

A internalização de ordens pode deteriorar a liquidez no ambiente de bolsa. Como decorrência do desvio do fluxo de ordens agressoras de varejo para os internalizadores e da seleção adversa na interação de ofertas de clientes institucionais e de formadores de mercado e outros investidores no livro central de ofertas da bolsa,

⁸⁸ NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª edição, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 38.

⁸⁹ THIAGO SADDI TANNOUS. **Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 45.

⁹⁰ LARRY HARRIS. **Trading and exchanges: market microstructure for practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 399-400.

existe uma tendência para o aumento de *spreads* e para a redução dos volumes negociados.

A respeito, os estudos analisados no Relatório Parcial de AIR em geral convergem para a conclusão de que, a partir de um patamar percentual (geralmente, entre 15% e 25%), a internalização de ordens resulta em prejuízos para a liquidez de mercados visíveis⁹¹.

Sobre esse aspecto, cabe ressaltar que, ainda que a oferta RLP seja uma modalidade de internalização, ela está restrita a um grupo específicos de ativos e, adicionalmente, sujeita-se a limites operacionais percentuais próximos aos que são apontados nos estudos referidos no Relatório Parcial de AIR⁹². Desse modo, o impacto sobre a liquidez ocasionado pela oferta RLP é controlado para que não resulte em prejuízos ao mercado. Diferente seria o cenário de liberação irrestrita da internalização, sem as mesmas limitações hoje implementadas na oferta RLP ou outras correlatas.

Ademais, a exploração do processo de formação de preços da bolsa, como um bem público (*public goods*), pelo intermediário, enquanto um *free-rider*, desestimula a manutenção do mercado de bolsa, também acarretando, em consequência, a diminuição da liquidez nesse ambiente.

Como se verifica, permitir a internalização de ordens de forma irrestrita pode resultar em deterioração da liquidez do mercado de bolsa, o que, por sua vez, representa afronta a objetivos e princípios da regulação do mercado de valores mobiliários.

⁹¹ “(...) a maioria dos estudos considera que há alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado.” (Relatório Parcial de AIR, pp. 46-59).

⁹² Como mencionado, o total de contratos negociados através da oferta RLP não pode exceder 15% (quinze por cento) do volume total negociado e 30% (trinta por cento) do volume de varejo.

Com efeito, a deterioração da liquidez **afronta o princípio da eficiência do mercado**. Os mercados devem funcionar eficientemente, o que significa que a sua qualidade deve ser garantida pela regulação. Entre as métricas da qualidade do mercado, está a liquidez. Assim, deteriorar a liquidez do mercado afronta o objetivo de garantia de um mercado eficiente prevista no Relatório IOSCO.

Além disso, por deteriorar a qualidade do mercado, a redução da liquidez em bolsa ocasionada pela internalização de ordens também se relaciona com o **Princípio 1 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca**, consoante o qual, ao não prever a transparência pré-negociação para ambientes opacos, como é o caso da internalização de ordens, o regulador deve considerar o impacto da ausência dessa transparência para a qualidade geral do mercado, o que envolve a deterioração da liquidez.

A redução do nível de liquidez do mercado de bolsa, que seria gerada pela eventual liberação irrestrita da prática da internalização, também **afronta os incisos II e III, do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976**, uma vez que a defasagem na liquidez da bolsa prejudica a eficiência desse mercado e, por conseguinte, pode afastar investidores do mercado de capitais, em violação ao disposto no **inciso I do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976**.

X.3. Ineficiência no processo de formação de preços

A internalização de ordens também pode acarretar prejuízo para o processo de formação de preços.

Na internalização de ordens, a transparência pré-negociação é afastada, tornando invisíveis para os investidores da bolsa as ofertas dos intermediários contra as quais as ordens dos investidores serão executadas. Assim, a exposição incompleta do nível de liquidez do mercado pode desestimular a negociação em bolsa e tornar

ineficiente a formação de preços nesse ambiente, pois o processo de formação de preços não refletiria as reais condições de mercado.

O problema da seleção adversa também afeta o processo de formação de preços na bolsa, pois a concentração de clientes institucionais no mercado de bolsa, devido à segmentação do fluxo de ordens internalizadas por perfil de investidores, faz aumentar o *spread* e, com isso, os custos de negociação no mercado de bolsa são majorados e os preços também passam a refletir o receio de formadores de mercado e outros investidores de negociarem com contrapartes mais informadas.

Ademais, a ineficiência no processo de formação de preços também advém do efeito carona da utilização do sistema de preços da bolsa pelos intermediários para executarem as ordens internalizadas. O desestímulo à manutenção do mercado de bolsa pode resultar em graves prejuízos para o processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários.

Sendo assim, a internalização de ordens, caso passe a ser admitida de forma irrestrita no ordenamento brasileiro, por também resultar em prejuízo para o processo de formação de preços, representaria afronta a objetivos e princípios da regulação do mercado de capitais.

Nesse aspecto, o objetivo de garantir um mercado eficiente no qual os preços reflitam as informações relevantes disponíveis é violado, assim como os **Princípios 1 e 6 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca**.

O Princípio 1 exige do regulador avaliar o impacto da falta de transparência pré-negociação no processo de formação de preços, sendo que, como antes referido, permitir a internalização irrestritamente pode afetar esse processo. Já o Princípio 6 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca demanda do regulador o acompanhamento periódico da criação e expansão de *dark pools* e *dark orders* em sua jurisdição, para assegurar que isso não afete a eficiência do processo de formação

de preços em mercados não opacos, adotando as providências cabíveis, se necessário.

Como demonstrado anteriormente, existe um consenso de que a internalização, a partir de certo patamar, gera ineficiência para o mercado de capitais, uma vez que torna ineficiente o processo de formação de preços na bolsa. Por esse motivo, a CVM não deve permitir de forma ampla a internalização, sob pena de afronta à recomendação da IOSCO.

Além disso, a eventual liberação irrestrita da internalização de ordens afrontaria os **princípios dos incisos I, II e III da Lei nº 6.385/1976**, pois afetaria a eficiência do processo de formação de preços e, com isso, poderia potencialmente afastar investidores do mercado de capitais.

X.4. Impacto sobre o dever de melhor execução

Os intermediários têm o dever de melhor execução das ordens de seus clientes, nos termos do artigo 20 da RCVM 35, devendo obter para o cliente o melhor resultado possível, levando em consideração o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra ponderação relevante para execução da ordem expedida.

Na internalização de ordens, tal dever impõe ao intermediário a obrigação de observar os melhores preços praticados na bolsa para o ativo objeto da ordem internalizada.

Todavia, como antes visto, a internalização de ordens pode gerar prejuízos para a liquidez e o processo de formação de preços da bolsa. Assim, gera-se um efeito cascata em que os ambientes internalizadores pioram o ambiente de negociação da bolsa e, ao mesmo tempo, utilizam-se da formação de preços da bolsa para atender a melhor execução das ordens de seus clientes.

Tal processo revela a ineficiência e falta de credibilidade e confiabilidade que a internalização de ordens, em níveis amplos e sem restrições, pode acarretar para o mercado de capitais como um todo, **violando os objetivos da IOSCO** de proteção dos investidores, garantia de um mercado justo e eficiente e de redução de riscos sistêmicos, assim como os **incisos I, II e III da Lei nº 6.385/1976**.

Na possível incorporação definitiva da internalização de ordens, a CVM deve considerar o impacto que essa prática pode gerar para o cumprimento do dever de melhor execução.

No caso da oferta RLP, existem parâmetros para o atendimento ao dever de *best execution* pela corretora, os quais foram analisados no item VII desta Nota Técnica. De todo modo, como antes mencionado, a oferta RLP é restrita a ativos específicos e apresenta limites operacionais percentuais, e o impacto que ela causa à eficiência do mercado é monitorado e controlado, de tal maneira a assegurar que essa eficiência não se perca.

Assim, a eventual liberação irrestrita da internalização de ordens, ao contrário do que é feito na oferta RLP, tem potencial para impactar negativamente a eficiência do mercado e o dever de *best execution*.

A propósito, os **Princípios 3 e 5 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca** apresentam diretrizes para o regulador que podem auxiliá-lo na garantia do dever de melhor execução no contexto da internalização de ordens.

Nesse aspecto, o Princípio 3 afirma que o regulador deve adotar mecanismos para garantir que ordens transparentes sejam mais utilizadas que ordens opacas e que ordens transparentes devem ter prioridade em relação às ordens opacas com mesmo preço em um ambiente de negociação.

O Princípio 5, por sua vez, estipula que *dark pools* e ambientes não opacos que oferecem *dark orders* devem disponibilizar informações suficientes aos investidores que possibilitem o entendimento de como suas ordens foram tratadas e executadas.

Tais Princípios dizem respeito ao monitoramento do dever de melhor execução do intermediário, quando a internalização é realizada fora do mercado organizado, sem a transparência apropriada. Quando a consolidação de dados sobre a internalização fora do mercado organizado não é assegurada, o investidor não tem acesso às informações sobre ofertas de outros intermediários, ficando impedido de avaliar se a execução de sua ordem pelo intermediário do qual é cliente foi adequada, considerando o mercado como um todo e a execução de ordens por outros intermediários.

Dessa forma, os Princípios 3 e 5 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca corroboram a conclusão de que a internalização **não** pode ser liberada de modo irrestrito e que as negociações em ambientes transparentes devem ser favorecidas.

X.5. Redução de custos de transação na pós-negociação e elevação do risco sistêmico

Como antes mencionado, defende-se que a prática da internalização de ordens pode reduzir custos de transação pré-negociação, pois proporciona a redução de taxas de corretagem e de outros serviços relativos à negociação de ativos, e custos de pós-negociação, pois a internalização de ordens pode vir acompanhada de uma regulação que simplifique a compensação e liquidação e o depósito centralizado nas operações.

Sobre esse aspecto, cabe frisar a relevância das entidades da infraestrutura do mercado financeiro para a redução de riscos sistêmicos e para a garantia da eficiência do mercado.

O serviço de compensação e liquidação de ativos é crucial para assegurar que, após o fechamento de uma operação, o ativo comprado será entregue ao seu comprador e o valor do preço de venda será transferido ao vendedor (*delivery vs. payment*). A câmara ou prestador de serviço de compensação e liquidação dá instruções aos bancos liquidantes dos intermediários, para transferir os recursos financeiros, e aos custodiantes e depositários centrais, para efetuar a transferência de titularidade dos ativos.

A compensação (*clearing*) é a etapa imediatamente subsequente ao fechamento da operação na fase de negociação e inicia a fase de pós-negociação. A compensação está relacionada à administração de riscos no intervalo entre o fechamento da operação até a liquidação do negócio, sendo o processo que calcula as obrigações mútuas entre os participantes do mercado e assegura que a liquidação ocorra de acordo com as regras do mercado mesmo se uma das partes se tornar insolvente ou inadimplente.

A compensação envolve a existência de uma contraparte central. Nesse sentido, o artigo 116, parágrafo único, da RCVM 135 determina que as operações no mercado de bolsa sejam compensadas e liquidadas por entidade que assuma posição de contraparte central⁹³.

A contraparte central assume a posição contratual de parte em todos os negócios, sendo a compradora e a vendedora de todas as operações realizadas, uniformizando a exposição ao risco de crédito no mercado. A existência de contraparte central possibilita a compensação multilateral das obrigações, já que todos os

⁹³ “Art. 116. (...) Parágrafo único. As operações realizadas no mercado de bolsa devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.” O artigo 142 da RCVM 135 faz a mesma exigência para mercados de balcão organizado que operem com sistema centralizado e multilateral de negociação ou formadores de mercado.

participantes têm a mesma contraparte e, assim, permite a apuração de um saldo final líquido devedor ou credor de ativos e de recursos financeiros em relação à contraparte central.

A liquidação (*settlement*) é a etapa posterior à compensação e consiste na entrega do ativo em contrapartida ao pagamento do preço. Cabe ressaltar que a compensação pode ser feita na etapa da liquidação, considerando os valores e as quantidades de ativos líquidos devidos ou a receber da contraparte central na data da liquidação⁹⁴.

O depositário central, por sua vez, é o titular fiduciário dos ativos negociados, sendo responsável pelo controle de sua titularidade e pelo tratamento dos eventos incidentes sobre o ativo (como, por exemplo, o pagamento de proventos)⁹⁵. Além disso, o depositário central é responsável pelo registro de ônus e gravames sobre os ativos depositados⁹⁶.

No ordenamento jurídico brasileiro, as contas de depósito abertas perante o depositário central são individualizadas por beneficiário final, ou seja, o depositário central faz o controle da titularidade do valor mobiliário ao nível do seu titular efetivo⁹⁷.

⁹⁴ VALDIR CARLOS PEREIRA FILHO. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. São Paulo: Almedina, 2013, pp. 53-61.

⁹⁵ Nesse sentido, o artigo 23, *caput*, da Lei nº 12.810/2013 dispõe: “Art. 23. O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos.”.

⁹⁶ O artigo 26, *caput*, da Lei nº 12.810/2013 dispõe: “Art. 26. A constituição de gravames e ônus, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou de depósito centralizado será realizada, exclusivamente, nas entidades registradoras ou nos depositários centrais em que os ativos financeiros e valores mobiliários estejam registrados ou depositados, independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito.”

⁹⁷ Nesse sentido, o artigo 33, *caput*, §§ 1º e 2º, da Resolução CVM nº 31/2021 (“RCVM 31”) assim dispõe: “Art. 33. **Os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito. § 1º As contas de depósito devem ser abertas, em nome dos investidores, pelos custodiantes por eles contratados. § 2º Incumbe aos custodiantes que prestam serviços para os investidores a realização de todos os atos de identificação destes perante o depositário central e de representação para a realização de atos relacionados ao depósito central, observadas as regras e procedimentos mínimos estabelecidos pelo depositário central.**” (grifamos). De igual modo, o artigo 35, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 dispõe que “[a] propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na **conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista** nos livros da instituição depositária” (grifamos).

A eventual incorporação definitiva da internalização de ordens, sob a justificativa de que ela ocasionaria a simplificação dos custos relacionados à pós-negociação de ativos, pode resultar em perda da credibilidade e confiabilidade do mercado, bem como elevação do risco sistêmico.

Nesse sentido, o Relatório Parcial de AIR mencionou, por exemplo, que, em determinadas jurisdições, não se exige para as operações internalizadas compensação e liquidação com contraparte central ou conta de depósito individualizada por investidor final⁹⁸.

A ausência de contraparte central acarreta aumento da exposição ao risco de crédito, pois, em caso de insolvência ou inadimplemento, não haverá uma entidade com o dever de cobrir a parte insolvente ou inadimplente. Ademais, a falta de contraparte central impede a compensação multilateral, o que deteriora a administração de risco no intervalo de liquidação. A propósito, seriam criados ambientes com formas de compensação diferentes (a bolsa e o ambiente internalizador), gerando ineficiências sob a perspectiva operacional.

Adicionalmente, mesmo que seja possível a criação de contas saco (*omnibus*)⁹⁹ em hipóteses específicas no depositário central, a adoção de tal estrutura para a internalização também desencadearia um aumento da exposição ao risco de inadimplemento (*default*) de outros investidores cujos ativos estejam depositados na conta coletiva.

⁹⁸ Relatório Parcial de AIR, pp. 138-144.

⁹⁹ O artigo 24, § 3º, inciso II, da Lei nº 12.810/2013 dispõe sobre a forma de custódia dos ativos e valores mobiliários depositados nas contas de depósito abertas perante o depositário central. A custódia de tais títulos pode ser realizada por meio de (i) conta individualizada, em que os títulos são depositados em nome do titular final; ou (ii) conta coletiva, em que os títulos são depositados em nome do representante do investidor, isto é, o seu agente de custódia. Como antes referido, a RCVM 31 exige que os valores mobiliários sejam depositados em contas individualizadas e, especificamente em relação às ações, a Lei nº 6.404/1976 exige que tais valores mobiliários sejam depositados em nome do acionista perante a instituição depositária, sendo proibida a criação de conta saco. Ademais, cabe transcrever o artigo 24, § 3º, inciso II, da Lei nº 12.810/2013: “Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central. (...) § 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput: (...) II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e”.

A respeito, o relatório *Principles for Financial Market Infrastructures* (“PFMI”), elaborado pelo *Committee on Payment and Settlement Systems* – CPSS e pela IOSCO, destaca que as contas coletivas podem expor o cliente ao “*fellow-costumer-risk*”, ou seja, o risco de que outro cliente do mesmo participante entre em inadimplemento e crie uma perda que exceda tanto o saldo disponível para suportar as posições do cliente inadimplente quanto os demais recursos disponíveis do participante¹⁰⁰.

Portanto, mesmo que, em certa medida, haja redução de custos de transação para o investidor de varejo com a adoção da prática de internalização, devido à redução ou zeragem de taxas de corretagem, pois o intermediário passa a lucrar no *spread*, elevam-se, em contrapartida, riscos de crédito e operacionais e, conseqüentemente, o risco sistêmico, diante da eventual simplificação da infraestrutura de pós-negociação.

Tal simplificação dificultaria a observância ao **objetivo do Relatório da IOSCO de redução do risco sistêmico**, bem como **violaria os incisos I, II e III do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976**, pois afetaria a credibilidade e confiabilidade do mercado, bem como o funcionamento eficiente da pós-negociação de valores mobiliários.

X.6. A falta de transparência pré-negociação

Conforme já explicitado nesta Nota Técnica, a transparência pré-negociação e pós-negociação aumenta a qualidade do mercado, uma vez que promove a liquidez e a eficiência no processo de formação de preços. Além disso, a transparência na negociação viabiliza maior controle da conduta do intermediário, estimulando o cumprimento do dever de melhor execução.

¹⁰⁰ CPSS e IOSCO. **Principles for Financial Market Infrastructures**. Abril, 2012, p. 85. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Acesso em 04.09.2024.

Na internalização de ordens, por sua vez, a transparência pré-negociação é afastada e, em alguns casos, até mesmo a transparência pós-negociação é restringida, o que associa tal prática aos denominados *dark pools* e às chamadas *dark orders*, ou seja, ambientes de negociação e ordens opacos, sem visibilidade para o mercado.

A falta de transparência na pré-negociação de ofertas internalizadas pode aumentar os custos da pesquisa de liquidez dos investidores, pois estes não terão conhecimento da liquidez dos ambientes internalizadores. A redução da transparência também afeta o conhecimento dos investidores sobre os reais volumes de negociação, aumentando a incerteza sobre o fechamento de operações e deteriorando o processo de formação de preços, que não reflete as reais condições de mercado.

No Brasil, a oferta RLP não tem transparência pré-negociação, conforme aprovado pela CVM diante de justificativas relacionadas à possibilidade de indução de investidores a erro e de captação da estratégia do intermediário, o que inviabilizaria a própria utilização da oferta RLP. No entanto, é importante frisar, mais uma vez, que a oferta RLP é restrita a ativos específicos e apresenta limites operacionais percentuais. Dessa forma, é possível monitorar e controlar eventuais efeitos nocivos da falta de transparência pré-negociação da oferta RLP sobre o mercado como um todo.

Diferente seria a situação em que se liberasse, de forma irrestrita, a internalização de ordens, sem limitações como, por exemplos, as hoje existentes para a oferta RLP. Tal liberação irrestrita afetaria de forma não controlada a falta de transparência pré-negociação, podendo resultar em violação aos objetivos da IOSCO de proteção dos investidores e de garantia de um mercado justo, eficiente e transparente.

Além disso, de acordo com o **Princípio 1 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca**, a CVM deve considerar, ao regular, de forma definitiva, a internalização de ordens, o impacto dessa prática para a formação de preços, a fragmentação, a equidade e a qualidade geral do mercado.

No mesmo sentido, o **Princípio 6 do Relatório IOSCO sobre Liquidez Opaca** estabelece que o regulador deve considerar o impacto da criação e expansão de *dark orders* sobre a eficiência do processo de formação de preços do mercado visível, como é o caso da bolsa de valores.

Repita-se, admitir, de forma abrangente, todo e qualquer caso de internalização de ordens, e não apenas em hipóteses restritas e controladas, como a oferta RLP, afetaria a transparência pré-negociação no mercado brasileiro, o que resultaria na piora da liquidez e do processo de formação de preços e, consequentemente, no potencial afastamento de investidores.

Portanto, caso a CVM deseje regular a internalização de ordens definitivamente no Brasil, deverá fazê-lo de forma gradual, com intenso monitoramento, para que se evite prejuízo aos princípios que orientam a sua atuação, buscando preservar a liquidez e o adequado processo de formação de preços, assegurando a eficiência e a equidade do mercado.

Do contrário, ficaria caracterizada a **violação ao objetivo da IOSCO** de garantia de um mercado justo, eficiente e transparente e aos princípios norteadores da atuação da CVM estabelecidos nos **incisos I, II, III e VI do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976**.

X.7. A criação de limites à internalização de ordens não configura abuso do poder regulatório pela CVM

Como antes mencionado, o artigo 4º, inciso IV, da LLE veda o abuso do poder regulatório, na medida em que proíbe, entre outras hipóteses, a regulação indevida que impeça ou retarde a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas situações consideradas em regulamento como de alto risco.

Segundo esse dispositivo legal, o Poder Público está autorizado a regular determinada atividade, mesmo que inovadora, porém não deve regulá-la de forma injustificada, ao ponto de atrapalhar o livre desenvolvimento de atividades econômicas.

Para justificar a regulação de atividades econômicas de interesse geral e não incorrer em abuso do poder regulatório, o Poder Público deve previamente realizar procedimento de AIR, que vise a compreender os efeitos do ato normativo e verificar a razoabilidade de seu impacto econômico (artigo 5º da LLE).

Em atendimento à LLE, a CVM divulgou a Tomada Pública de Subsídios bem como o Relatório Parcial de AIR, elaborado pela ASA a partir da metodologia de AIR, tratando da eventual incorporação definitiva da internalização de ordens no arcabouço regulatório brasileiro.

O Relatório Parcial de AIR, conforme já mencionado, identificou vários problemas regulatórios decorrentes da internalização de ordens, relacionados às falhas do mercado da seleção adversa e da exploração de bens públicos, bem como ao efeito nos custos de transação.

Tais problemas podem impactar a qualidade do mercado, especialmente a liquidez e o processo de formação de preços, razão pela qual justificam a imposição regulatória de limites à prática da internalização de ordens no Brasil.

Ademais, a imposição de limites à prática de internalização de ordens visa justamente a evitar que os objetivos e princípios regulatórios que orientam a atuação da CVM sejam violados, uma vez que a liberação irrestrita dessa atividade pode prejudicar a proteção dos investidores, a garantia de um mercado justo, eficiente e transparente, além de poder elevar riscos sistêmicos do mercado e, consequentemente, afastar investidores do mercado de valores mobiliários.

Portanto, o fato de a CVM impor limites e restrições à prática da internalização de ordens, no contexto de sua regulação, não caracteriza abuso do poder regulatório por parte da Autarquia, já que tais limites e restrições são justificados pela necessidade de se salvaguardar a qualidade do mercado, sua eficiência e equidade.

É o nosso entendimento.

Nelson Eizirik

Marcus de Freitas Henriques

Juliana Botini Hargreaves Vieira

Harlfe Huri Eugenio da Silva