

PARECER JURÍDICO

Ementa: Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24. Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (ARI) sobre Internalização de Ordens, elaborado pela Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (ASA) da CVM. Internalização de ordens no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Relatório ASA. Ressalvas com relação à delimitação do problema regulatório e ao conceito de internalização de ordens. Existência, no Relatório ASA, de questões que não são afetas exclusivamente à internalização de ordens, mas a qualquer situação em que a liquidez é fragmentada (*i.e.*, em que há mais de ambiente no qual uma operação pode ser cursada). Existência, no Relatório ASA, de supostos problemas regulatórios que não são ínsitos à internalização, mas que se colocam somente em determinados modelos de internalização ou, ainda, em intensidades bastante diversas a depender da forma como a internalização é operacionalizada.

Objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro e os limites legais da atuação da CVM. Art. 4º da Lei nº 6.385/1976. Atribuições que, em certas situações, podem apontar para caminhos opostos. Referência, em especial, ao mandato de desenvolvimento do mercado (inciso II) e, do outro lado, aos mandatos de proteção da regularidade e eficiência do mercado (inciso III) e, também, dos investidores que nele confiam suas poupanças (inciso IV). Inovação como elemento-chave para a expansão e desenvolvimento do mercado de capitais. Equilíbrio entre os diferentes princípios que regem a atuação da CVM. Harmonização entre diferentes princípios que se fundamenta não apenas na Lei nº 6.385/1976, como também na Constituição da República Federativa do Brasil e na Lei nº 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica). Existência de objetivos múltiplos e conflitantes, que precisam ser equilibrados. Coexistência entre objetivos conflitantes que requer um exercício de acomodação. Regulação brasileira que pode trazer alternativas para mitigar problemas, inclusive porque, no desenho regulatório atual: (i) não há a compatibilização adequada entre as finalidades do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976,



com a criação de entraves injustificados para o desenvolvimento do mercado; (ii) não há o respeito ao princípio de livre iniciativa, previsto na Constituição da República Federativa do Brasil (art. 170), e aos direitos de desenvolvimento de atividade econômica, previstos na Lei de Liberdade Econômica (em especial, em seu art. 2º).

Suposto impedimento à adoção, no Brasil, de modelos de internalização similares aos que foram relatados nos países analisados no Relatório em razão da exigência legal de identificação do cliente final em conta de custódia. Inadmissibilidade de tal argumento. Permissão para que as contas no depositário central sejam mantidas em nome do representante de investidor. Requisito de identificação do beneficiário final no depositário central que não constitui óbice à internalização de ordens. Benefícios oriundos da utilização de uma estrutura de conta *omnibus*.

Funcionamento do mercado de valores mobiliários e conceitos-chave para sua boa compreensão. Livro de ofertas. Ordens a mercado. Formação de preço. Perfis de investidores. Liquidez. Acurácia de preço. Eficiência do mercado. Concorrência entre ambientes de negociação. Necessidade de o Relatório ASA considerar, para sua versão final, visões mais completas sobre os participantes do mercado, bem como sobre certos conceitos fundamentais, como liquidez – que precisa ser considerada em suas múltiplas dimensões – e eficiência. Visão completa, que enxerga a legitimidade dos diferentes interesses, como mais um fator que milita em favor de uma regulação que permita o surgimento de maior concorrência entre ambientes de negociação, inclusive por meio da internalização.

Proteção do investidor e os deveres dos intermediários. Eventuais problemas da execução de ordem de clientes por preços inferiores aos melhores disponíveis como uma questão não dos ambientes de internalização, mas da eletronificação do mercado. Assunto que se coloca em qualquer cenário de concorrência entre ambientes de negociação. Equívoco em se falar em violação aos deveres dos intermediários quando eventual descasamento decorre da latência, independentemente de se tratar de uma



ordem internalizada ou de uma ordem roteada para um determinado mercado (em um cenário em que há mais de um mercado apto a recepcionar uma oferta). Obrigação de adoção, por administradores de mercados e intermediários, de estruturas, inclusive (ou sobretudo) tecnológicas, que lhes permitam desempenhar suas funções de maneira eficiente e adequada. Necessidade de enxergar isso sob a lente da razoabilidade. Aplicação dessa ideia para o cumprimento do dever geral de agir no melhor interesse do cliente e de seus consectários, como o dever de não privilegiar os próprios interesses ou de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do cliente e o dever de melhor execução. O fato de as coisas ficarem mais complicadas com concorrência não constitui justificativa razoável para que haja barreiras excessivas à inovação. Entidades organizadoras de mercado e intermediários já estão submetidos a uma série de deveres que já obrigariam tais agentes a considerar adequadamente a concorrência no contexto do cumprimento de suas obrigações.

Uso do mercado de balcão organizado para a instituição de ambientes de negociação. Utilização de figuras já existentes na regulação brasileira, com a aplicação da Resolução CVM nº 135/2022. Necessidade, entretanto, da supressão ou flexibilização da vedação a que ações e outros valores mobiliários representativos de ações sejam simultaneamente negociados em mercados de bolsa e de balcão organizado (art. 90, parágrafo único, da Resolução CVM nº 135/2022). Necessidade, também, de uma flexibilização das regras que buscam garantir a separação entre a entidade administradora de mercado e os participantes que nela operam (arts. 28, inciso II, e 152, parágrafo único, inciso II, “b”, da Resolução CVM nº 135/2022). Flexibilizações que, desde que feitas de modo cuidadoso, não deveriam causar especial preocupação e não destoariam, de fato, da solução que a CVM costumeiramente dá quando se depara com situações semelhantes.

Parecer elaborado a pedido de BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. e XP Investimentos S.A.

Novembro de 2024.



I. INTRODUÇÃO

1. Fui consultado por BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“BTG Pactual CTVM”) e por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XP Investimentos CCTVM” e, quando em conjunto com BTG Pactual CTVM, “Consulentes”) acerca de aspectos jurídicos a serem considerados em uma possível revisão do arcabouço brasileiro referente às regras que tratam da internalização de ordens.
2. A consulta foi motivada pelo Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (“Edital” ou “Tomada Pública de Subsídios”), por meio do qual a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) convidou os participantes do mercado a se manifestarem sobre o Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (AIR) sobre Internalização de Ordens (o “Relatório ASA”), elaborado pela Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade (“ASA”) da CVM e publicado em 09.05.2024.
3. O fundamento para a Tomada Pública de Subsídios e, mais especificamente, para a divulgação do Relatório ASA em seu atual formato, reside no art. 8º do Decreto nº 10.411/2020, que permite que “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”.
4. Assim, o Relatório ASA foi divulgado como um “relatório parcial”, sem uma decisão final da CVM sobre a conveniência de se flexibilizar as regras que, hoje, restringem de modo bastante significativo a possibilidade de internalização no mercado brasileiro e, consequentemente, sem recomendações sobre possíveis mudanças na regulação vigente. De fato, o objetivo da CVM ao divulgar o Relatório ASA foi, declaradamente, o de receber contribuições técnicas a respeito do assunto que pudessem subsidiar o desenvolvimento desse projeto. Em outras palavras, não se trata somente do fato de que a CVM não tenha ainda decidido qual caminho deve trilhar, mas que há, também, dúvidas sobre o destino que se pretende alcançar.
5. Antes de qualquer consideração sobre o conteúdo do edital, quero aproveitar a oportunidade para publicamente parabenizar a CVM por essa salutar iniciativa, que, sem



dúvida, merece ser replicada para outras questões complexas e relevantes para o desenvolvimento do mercado. Conquanto a CVM já venha há muitos anos se valendo de maneira exemplar dos processos de consulta pública para discussão e amadurecimento dos seus normativos, foram raras as vezes em que os participantes do mercado e a academia puderam, de modo democrático e transparente, se engajar em discussões mais conceituais – ou seja, que não tivessem por pano de fundo uma minuta de normativo – sobre tópicos que, muitas vezes, são de extrema relevância para o bom desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

6. O meu propósito neste Parecer é tratar das questões jurídicas relacionadas à internalização de ordens no Brasil, indo desde o exame do atual regime, bastante restritivo, e chegando a considerações sobre como nossas regras deveriam ser revistas e modernizadas.

7. Conforme buscarei demonstrar ao longo da minha análise, parece-me bastante evidente que a legislação vigente não impede a adoção de ambientes de internalização. Ao contrário, entendo que os princípios que norteiam a regulação do nosso mercado de valores mobiliários e, de modo mais geral, o desenvolvimento da ordem econômica indicam que devemos caminhar para ter, no Brasil, um mercado mais plural e receptivo à inovação. E, em se tomando a (acertada) decisão de flexibilizar parte das restrições hoje existentes, parece-me que as reformas podem e devem ser realizadas de modo progressivo, fazendo uso – ao menos no início – das figuras já previstas em nossa regulamentação.

8. Organizei a minha análise em oito partes, incluindo esta brevíssima introdução.

9. Na segunda parte, inicio o Parecer fazendo duas ressalvas com relação a dois importantes aspectos conceituais do Relatório ASA. Especificamente falando, as ressalvas apresentadas dizem respeito à delimitação do problema regulatório e ao conceito de internalização de ordens.

10. Na terceira parte, trato dos objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários e dos limites legais da atuação da CVM. Aqui, abordo a internalização de ordens não somente à luz da Lei nº 6.385/1976, como também considerando a Constituição da República Federativa do Brasil (“Constituição Federal”) e a Lei nº 13.874/2019 (a denominada Lei de Liberdade Econômica).



11. Nesse contexto, respondo à questão feita no Relatório ASA referente aos objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM na regulação do tema, oportunidade em que destaco que deve haver um equilíbrio entre objetivos conflitantes. Assim, aponto que a proteção dos investidores e a proteção da regularidade e eficiência do mercado não têm pretensão monopolista, devendo ser sopesadas sempre à luz dos demais princípios, entre os quais está a promoção do desenvolvimento do mercado brasileiro, que se conecta à tutela da inovação.

12. Também nessa parte do Parecer, argumento que a própria regulação brasileira pode trazer alternativas para mitigar problemas, inclusive porque, no desenho regulatório atual: (i) não há a compatibilização adequada entre as finalidades do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, com a criação de entraves injustificados para o desenvolvimento do mercado; (ii) não há o respeito ao princípio de livre iniciativa, previsto na Constituição Federal (art. 170), e aos direitos de desenvolvimento de atividade econômica, previstos na Lei de Liberdade Econômica (em especial, em seu art. 2º).

13. Finalizo essa parte do Parecer concluindo, então, que inexiste justificativa, de fundamento legal ou de qualquer outra ordem, que justifique termos um mercado de capitais tão menos aberto à inovação e à competição entre ambientes de negociação.

14. Na quarta parte, trato da questão de saber se haveria algum impedimento à adoção, no Brasil, de modelos de internalização similares aos que foram relatados nos países analisados no Relatório ASA em razão da exigência legal de identificação do cliente final em conta de custódia.

15. A esse respeito, destaco em primeiro lugar que, embora a identificação do beneficiário final pelo depositário central seja o modelo prevalecente em nosso mercado, essa prática não decorre de uma imposição legal, havendo permissão, portanto, para que as contas no depositário central sejam mantidas em nome do representante de investidor.

16. Em segundo lugar, explico que o requisito de identificação do beneficiário final no depositário central não constitui óbice à internalização de ordens, já que é plenamente possível se estruturar um ambiente de negócios para internalização em que o registro em depositário central continue sendo realizado em nome dos beneficiários finais – incluindo o próprio internalizador, quando estiver operando contra as ordens dos seus clientes.



17. Concluo, então, argumentando que, desde que implementada com os devidos cuidados, a utilização de uma estrutura de conta *omnibus* pode trazer benefícios para o mercado, tornando as estruturas mais simples e estimulando a concorrência, medida que tende a levar a uma redução nos custos de operação.

18. Na quinta parte, faço considerações sobre o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Assim, explico como funciona o mercado de bolsa, enfrentando temas que se enquadram nessa temática, como livro de ofertas, ordens a mercado, formação de preço, perfis de investidores, liquidez, acurácia de preço, eficiência do mercado e concorrência entre ambientes de negociação.

19. Ao final dessa parte, aponto que, embora o Relatório ASA tenha apresentado uma análise inicial bastante interessante do problema regulatório, seria necessário adotar visões mais completas sobre os participantes do mercado, bem como sobre certos conceitos fundamentais, como liquidez – que precisa ser considerada em suas múltiplas dimensões – e eficiência. Essa visão mais completa, que enxerga a legitimidade dos diferentes interesses, é mais um fator que milita em favor de termos uma regulação que permita o surgimento de maior concorrência entre ambientes de negociação, inclusive por meio da internalização.

20. Na sexta parte, enfrento a questão relacionada à proteção do investidor e aos deveres dos intermediários. Afinal, uma das principais preocupações apontadas pela ASA em seu estudo é a proteção do investidor, perpassando muitos dos temas tratados no Relatório ASA, como, por exemplo, em questões relacionadas à proteção da integridade e da eficiência do mercado.

21. Aqui, destaco que eventuais problemas da execução de ordem de clientes por preços inferiores aos melhores disponíveis não é um problema dos ambientes de internalização, mas da *eletronificação do mercado*. Trata-se, como explico, de questão bastante relevante, que deve ser enfrentada, uma vez que se colocará de forma clara em qualquer cenário de concorrência entre ambientes de negociação.

22. Conforme argumento em detalhes, a solução para o problema começa em delimitar de forma correta quando o problema surge. Independentemente de se tratar de uma ordem internalizada ou de uma ordem roteada para um determinado mercado (em um cenário em que há mais de um mercado apto a receber uma oferta), não se pode falar



em violação quando esse descasamento decorre da latência – partindo-se da premissa de que o intermediário tenha tomado medidas razoáveis para lidar com esse cenário.

23. Nesse contexto, como explico, cabe ao regulador exigir que administradores de mercados e intermediários adotem estruturas, inclusive (ou sobretudo) tecnológicas, que lhes permitam desempenhar suas funções de maneira eficiente e adequada, mas essa exigência deveria ser feita sob a lente da razoabilidade. Isso abrangeria o dever geral de agir no melhor interesse do cliente e seus consectários, como o dever de não privilegiar os próprios interesses ou de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do cliente e o dever de melhor execução.

24. Nessa ordem de ideias, aponto que, no caso de um intermediário diligente, razoavelmente equipado, eventuais descasamentos entre o preço de execução e o melhor preço disponível em um ambiente de bolsa não deveriam, a princípio, ser vistos como problemáticos. Noto, para além da questão da razoabilidade acima mencionada, que, nesses casos, o descasamento decorreria de flutuações de preço em curtíssimos intervalos de tempo.

25. Portanto, a ideia geral da sexta parte do Parecer é ressaltar que o fato de as coisas ficarem mais complicadas com concorrência não é justificativa razoável para que haja barreiras excessivas à inovação. Não seria verdadeiramente nada revolucionário, mas a adoção de um caminho já delineado, ainda que haja a necessidade de alguns ajustes. Entidades organizadoras de mercado e intermediários já estão submetidos a uma série de deveres que já obrigariam tais agentes a considerar adequadamente a concorrência no contexto do cumprimento de suas obrigações de supervisão.

26. Na sétima parte, abordo que tipo de internalização deve ser admitida e como ela deve ser recepcionada pela regulação existente no Brasil. Explico que o melhor caminho é fazer uso de figuras existentes, com a aplicação da Resolução CVM nº 135/2022, que traz uma série de figuras para tratar de mercados mais diversos, com diferentes ambientes de negociação.

27. Nesse sentido, argumento que a prática de internalização, sobretudo se feita de forma sistemática, pode e deve ser realizada em um mercado organizado, considerando que o seu conceito regulamentar é mais flexível, permitindo a organização de mercados bastante distintos, inclusive pela pluralidade de formas.



28. Isso, de todo modo, demandaria a supressão ou flexibilização da vedação a que ações e outros valores mobiliários representativos de ações sejam simultaneamente negociados em mercados de bolsa e de balcão organizado. A CVM pode, contudo, desejar que a concorrência entre ambientes abertos (*i.e.*, não internalizados) de negociação de ações continue podendo se dar somente entre bolsas, afastando a incidência da vedação somente para ambientes destinados à internalização de ordens.

29. Ademais, por se tratar de ambiente administrado por um intermediário, um mercado de balcão organizado instituído para executar operações de internalização não poderia cumprir com dois dispositivos da Resolução CVM nº 135/2022 que buscam garantir a separação entre a entidade administradora de mercado e os participantes que nela operam (arts. 28, inciso II, e 152, parágrafo único, inciso II, “b”, da referida resolução). No entanto, é perfeitamente natural que uma abertura maior do mercado requeira uma revisão de certas regras. A discussão sobre uma possível nova abordagem da internalização passa, por óbvio, por considerações acerca de possíveis revisões nas normas da CVM que tratam da matéria, não havendo, portanto, nada de heterodoxo na discussão.

30. Desde que tomados os devidos cuidados, a flexibilização dos dispositivos que, hoje, consistiriam em impeditivos para a constituição, por um intermediário, de um mercado de balcão organizado não deveria causar especial preocupação e não destoaria, de fato, da solução que a CVM costumeiramente dá quando se depara com situações semelhantes. Afinal, a CVM, no exercício de normatizar atividades reguladas, frequentemente se depara com a necessidade de reconhecer que um mesmo participante precisa desempenhar atividades potencialmente conflitantes. A solução, nesses casos, costuma ser exigir a adoção de mecanismos que segreguem tais atividades e que possibilitem que cada uma delas seja exercida com independência.

31. Por fim, a oitava parte encerra este Parecer com uma apresentação de suas conclusões.

II. CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE O RELATÓRIO ASA: DIVERGÊNCIAS COM RELAÇÃO À DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA REGULATÓRIO E SOBRE O CONCEITO DE INTERNALIZAÇÃO DE ORDENS

32. Começo a minha análise expondo minhas ressalvas com relação a dois importantes aspectos conceituais do Relatório ASA.



33. Em primeiro lugar, entendo que existe um grave problema na forma como o problema regulatório foi apresentado. Nos termos do inciso II do art. 4º do Decreto nº 10.411/2020, o estudo de AIR deve trazer a “identificação do problema regulatório que se pretende solucionar, com a apresentação de suas causas e sua extensão”.

34. Minha principal crítica com relação a este ponto é que o Relatório ASA coloca, no contexto de uma discussão sobre internalização, questões que, na verdade, se apresentam em qualquer situação em que a liquidez é fragmentada – isto é, em que há mais de um ambiente onde uma operação pode ser cursada. Na verdade, parte dos potenciais problemas apresentados no trabalho decorrem da natureza do mercado de valores mobiliários e da latência que surge, naturalmente ou não, na transmissão e processamento de dados. Ou seja, parte do problema regulatório se coloca – ainda que com menor intensidade – mesmo quando há um mercado único, mas não há igualdade completa para acesso ao mercado. E essa paridade perfeita, vale dizer, não se observa em nenhum ou quase nenhum mercado organizado, no Brasil e no exterior.

35. Esse ponto me parece de suma importância. Se a CVM deseja discutir a internalização de ordens de uma maneira isolada – *i.e.*, fora de uma discussão mais ampla sobre o desenho do nosso mercado secundário (como defendi, enquanto Diretor da CVM, à época da última revisão da Instrução CVM nº 461/2007) –, é fundamental ter clareza sobre quais discussões são ínsitas à internalização. Caso contrário, corre-se o risco de criar restrições ou embaraços sob a justificativa de que se busca lidar com problemas que ocorrem, também, em outras estruturas de negociação, o que, no limite, pode caracterizar um injustificável tratamento não isonômico – já que as diferenças de tratamento não resultariam de diferenças reais entre as estruturas concorrentes.

36. Parafraseando o Relatório ASA, assim como a fragmentação de liquidez, a internalização não pode ser vista como um problema regulatório *per se*. A questão da internalização (como, aliás, também é a questão da fragmentação da liquidez) é relevante sob ponto de vista regulatório pois cria, amplifica ou, em certos casos, apenas evidencia problemas regulatórios relevantes para o mercado. Para que a discussão transcorra de maneira correta, faz-se imprescindível distinguir quais problemas são criados, majorados ou apenas expostos por essas estruturas. Em certos trechos deste Parecer, vou passar por questões que, embora destacadas no Relatório AIR, não são problemas que surgiriam (ou



que surgiriam necessariamente) com uma regulamentação mais flexível das internalizações de ordem, especialmente a depender da forma como uma eventual reforma normativa fosse conduzida.

37. Essa observação me leva a um segundo problema conceitual que gostaria de destacar já no início deste Parecer e que, novamente, diz respeito não apenas à delimitação do problema regulatório, como também à definição de internalização utilizada no Relatório ASA. O problema, em resumo, decorre do fato de que a ASA, embora tenha reconhecido que a prática de internalização pode ser implementada seguindo modelos bastante variados, não considera essa diversidade ao expor os supostos problemas regulatórios. Faz, em resumo, parecer que são ínsitos à internalização, *de modo geral*, questões que somente se colocam *em certos modelos* de internalização ou que se colocam em intensidades bastante diversas a depender da forma como a internalização é operacionalizada.

38. Essa constatação, tão importante, indica que abordagem da CVM a respeito do assunto precisa ser matizada. Não se justifica uma solução única para modelos diversos, cujos “problemas regulatórios” – para utilizar a linguagem do Decreto nº 10.411/2020 – são distintos. Mesmo sem me aprofundar na questão, parece-me bastante evidente que a decisão da CVM não precisa – nem deve – ser se queremos ou não internalização (ou mais internalização), mas quais as formas de internalização que podem ser introduzidas, ainda que de forma progressiva, eventualmente em caráter experimental, no mercado brasileiro.

III. OBJETIVOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO E OS LIMITES LEGAIS DA ATUAÇÃO DA CVM

39. Feitas essas observações de cunho mais geral, gostaria de iniciar minha análise com um exame sobre o mandato legal da CVM e os limites dos seus poderes.

40. A Lei nº 6.385/1976 não traz um regramento muito detalhado acerca da organização do mercado secundário de valores mobiliários. Ao contrário, os poucos dispositivos legais que tratam da matéria prescrevem, de um modo geral, um desenho bastante aberto do mercado, deixando para a CVM a função de tratar da matéria de maneira mais detalhada.



41. No entanto, a liberdade conferida à CVM para a edição de normativos que enforcem o mercado de valores mobiliários brasileiro encontra limites. Em primeiro lugar, porque o exercício, pela CVM, das atribuições que lhe são conferidas pela Lei nº 6.385/1976 deve ser feita para atingir as finalidades elencadas naquele mesmo diploma legal. Em segundo lugar, é importante lembrar que a CVM, como órgão da Administração Pública, não se rege apenas pela Lei nº 6.385/1976, mas também por outras normas legais, muitas das quais, inclusive, devem servir de lente para a interpretação dos textos normativos previstos na lei específica.

42. Como bem colocado no Relatório, a discussão sobre a possível revisão das normas brasileiras acerca da internalização de ordens – como, aliás, qualquer iniciativa de normatização pela CVM – deve considerar os mandatos legais da Autarquia, expressos no art. 4º da Lei nº 6.385/1976 por meio de princípios:

“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;

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.”

43. Como outros reguladores de mercado, a CVM tem mandatos que podem apontar, em certas situações, para caminhos opostos. Refiro-me, em especial, ao mandato de desenvolvimento do mercado (inciso II) e, do outro lado, aos mandatos de proteção da regularidade e eficiência do mercado (inciso III) e, também, dos investidores que nele confiam suas poupanças (inciso IV).

44. A inovação é um elemento-chave para a expansão e desenvolvimento do mercado de capitais. Mas é, também, por definição, disruptiva e pode, portanto, aumentar riscos existentes ou mesmo criar riscos. A questão, portanto, é que os diferentes mandatos da CVM precisam ser equilibrados, com uma flexibilização progressiva e responsável. Essa necessidade de equilíbrio fica evidente, por exemplo, no propósito da CVM, destacado no Planejamento Estratégico - Construindo a CVM de 2027¹: “Zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, ***promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores***”².

45. E, claro, a própria CVM, em diversas outras situações, demonstra claramente que age com a finalidade de equilibrar os diferentes princípios que regem a sua atuação. Assim, por exemplo, ela cria regras que modulam a intensidade da intervenção do Estado sobre a liberdade dos agentes de mercado de acordo com o público destinatário³. Na mesma toada, ela concede a dispensa de requisitos normativos de suas normas de modo a, à luz das respectivas circunstâncias, facilitar ou permitir a atuação desejada pelos particulares em casos nos quais a interpretação e aplicação “fria” da regulamentação seria

¹ Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acao-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-estrategico/CadernoPE20232027interativoVerso190723.pdf>. Acesso em 15.10.2024.

² Original sem destaques.

³ Pense-se, por exemplo, no fato de determinadas regras serem flexibilizadas para investidores profissionais em matérias relacionadas a ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários (Resolução CVM nº 160/2022) e a fundos de investimento (Resolução CVM nº 175/2022).



inócua para as finalidades buscadas⁴, o que, não raro, culmina posteriormente com uma revisão de normativo(s) da autarquia.

46. Semelhantemente, a CVM sempre está de olho no funcionamento do mercado e se coloca aberta à revisão de limites eventualmente existentes em suas regras, algo que, aliás, encontra conexão com os chamados ambientes regulatórios experimentais (*sandbox* regulatórios), que possibilitam que particulares recebam autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades regulamentadas pela autarquia⁵.

47. Ademais, como antecipei há pouco, essa busca por equilíbrio deve considerar que a CVM não se rege somente pela Lei nº 6.385/1976, como também por outras normas legais, que devem ser consideradas para a concretização das atribuições que incidem sobre a CVM.

48. Começo lembrando que o art. 170 da Constituição Federal estabelece de forma expressa que a ordem econômica se funda na livre iniciativa⁶. E, também, que a atividade reguladora da CVM deve observar o art. 174 da Constituição⁷.

49. Editada em 2019, a Lei nº 13.874 – a chamada Lei de Liberdade Econômica – trata desses dois dispositivos da Constituição ao estabelecer normas de proteção à livre

⁴ Um ótimo exemplo disso é o art. 45 da Resolução CVM nº 85/2022, que, no contexto das ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, prescreve que “[r]essalvadas as exigências da Lei nº 6.404, de 1976, em situações excepcionais e devidamente justificadas, a CVM, desde que previamente consultada, pode aprovar a dispensa ou a adoção de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, diferentes dos previstos nesta Resolução, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso”. Como explicado pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos à época da Instrução CVM nº 361/2002, o art. 34 – cujo conteúdo é o mesmo do atual art. 45 – “prevê a possibilidade de tratamento excepcional para determinadas ofertas públicas de aquisição e pode ser aplicado sempre que a CVM entender que a proteção que se imaginou em tese no caso específico não se justifica ou que, dentro da realidade e especificidade da oferta, representa um ônus desproporcional, de forma a que aquele equilíbrio que se procurou obter com a intervenção reguladora pode não fazer sentido” (Processo CVM nº RJ2003/11238, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 27.01.2004).

⁵ Cf. Resolução CVM nº 29/2021.

⁶ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na *livre iniciativa*, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios [...]” (original sem destaques).

⁷ “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.



iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador.

50. O artigo 2º da Lei de Liberdade Econômica enuncia os princípios que a norteiam, que incluem, a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas (inciso I), a boa-fé do particular perante o poder público (inciso II), a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (inciso III) e o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado (inciso IV). Esses princípios são concretizados por meio do reconhecimento que os particulares são titulares de direitos que limitam as possibilidades de intervenção estatal. Transcrevo a seguir incisos do artigo 3º da Lei de Liberdade Econômica, que me parecem de particular relevância para a discussão iniciada na Audiência Pública:

“Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal:

[...]

II - desenvolver atividade econômica em qualquer horário ou dia da semana, inclusive feriados, sem que para isso esteja sujeita a cobranças ou encargos adicionais

[...]

IV - receber tratamento isonômico de órgãos e de entidades da administração pública quanto ao exercício de atos de liberação da atividade econômica, hipótese em que o ato de liberação estará vinculado aos mesmos critérios de interpretação adotados em decisões administrativas análogas anteriores, observado o disposto em regulamento;

V - gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário;

VI - 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;



VIII - ter a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, de forma a aplicar todas as regras de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado, exceto normas de ordem pública;”

51. Como explica a doutrina brasileira em comentário sobre o tema, “[o] artigo 3º como um todo (e, em especial o inciso V) tem como propósito assegurar espaço de tolerância jurídica para empreendimentos privados com tendências disruptivas, experimentais e inovadoras – seja em casos de interpretações dúbias de dispositivos legais, seja na ausência de menção na legislação: esse poderia ser, então, o conteúdo geral de uma ‘liberdade para inovar’, uma das liberdades econômicas construídas pela lei; o dispositivo reflete diretivas constitucionais expressas que tratam da legalidade em sentido amplo e do dever do Estado de fomentar a inovação (respectivamente, art. 5º, II e art. 218)”⁸.

52. Penso que o que já foi dito é suficiente para responder à **sexta pergunta** feita no relatório, que trata dos objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM no que se refere a regulação do tema.

53. A resposta começa pelo reconhecimento de que a CVM tem objetivos múltiplos e conflitantes, que precisam ser equilibrados. De fato, a única resposta possível à segunda parte da pergunta – se a CVM deve considerar o equilíbrio entre objetivos conflitantes – é que sim.

54. E esse exercício de ponderação exige, por definição, um certo grau de “sacrifício” de todos os princípios – ou, se preferir, uma obrigatória harmonização entre a aplicação de tais normas. Se os princípios, os objetivos regulatórios, encontram-se na mesma hierarquia de importância, é evidente que não há princípio que não possa ser, em alguma medida, “sacrificado”. A coexistência entre objetivos conflitantes requer, a toda evidência, um exercício de acomodação.

55. Como explica Humberto Ávila, “[o]s princípios consistem em normas *primariamente complementares e preliminarmente parciais*, na medida em que, sobre abrangerem apenas parte dos aspectos relevantes para uma tomada de decisão, não têm a pretensão de gerar uma solução específica, mas de contribuir, ao lado de outras razões, para a tomada

⁸ TOSTA, André Ribeiro. Liberdade de inovação. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). *Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, nº 1.



de decisão”⁹. Assim, como exemplifica o mesmo autor, “o princípio da proteção dos consumidores não tem pretensão monopolista, no sentido de prescrever todas e quaisquer medidas de proteção aos consumidores, mas aquelas que possam ser harmonizadas com outras medidas necessárias à promoção de outros fins, como livre iniciativa e propriedade”¹⁰.

56. Partindo-se desse exemplo, pode-se dizer, em igual sentido, que a proteção dos investidores e a proteção da regularidade e eficiência do mercado *não têm pretensão monopolista*, devendo ser sopesadas sempre à luz dos demais princípios, entre os quais está a promoção do desenvolvimento do mercado brasileiro, que se conecta à tutela da inovação.

57. E, nesse exercício de acomodação, não se pode ignorar, também, que as finalidades referidas no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 não podem ser cotejadas de forma isolada, mas no contexto em que se inserem. Nesse sentido, a busca do equilíbrio entre desenvolvimento e proteção do mercado deve considerar, também, a proteção e promoção do princípio de livre iniciativa, previsto no art. 170 da Constituição Federal, e dos direitos de desenvolvimento de atividades econômicas previstos na Lei nº 13.874/2019.

58. Ainda com relação a esse ponto, devem ser considerados os princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca de liquidez opaca, em seu relatório de 2011. Trata-se, antes de mais nada, de uma recomendação que precisa ser considerada e prestigiada, mas que, a toda evidência, não pode se sobrepor às finalidades da regulação elencadas na Constituição Federal e nas leis que a CVM deve observar no exercício das suas atribuições.

59. Indo adiante, é importante destacar que o relatório não trata especificamente de internalização, mas de liquidez opaca. São conceitos que não se confundem – o próprio Relatório ASA reconhece que ambientes de internalização podem ser implementados com maior ou menor transparência. O relatório da IOSCO não sugere que se proíba mercados sem transparência, ainda que recomende a adoção de medidas que busquem proteger os mercados de menor transparência.

⁹ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 18. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2019, p. 100, destaques do original.

¹⁰ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios...*, cit., p. 100.

60. Os princípios da IOSCO não podem, portanto, justificar uma decisão de não permitir a internalização. Essa resposta regulatória seria absolutamente desmedida e não teria paralelo em qualquer outro mercado que, historicamente, costumamos ter como referências quando discutimos reformas regulatórias no Brasil. Veja-se, nesse sentido, que parte importante das medidas adotadas em outros países, que também integram a IOSCO para regular ambientes de internalização, é posterior à divulgação dos princípios de 2011. Não pode haver dúvida que os princípios enunciados pela IOSCO não constituem entrave para a revisão do arcabouço brasileiro, muito embora constituam, sem sombra de dúvidas, referências importantes para se pensar em quais modelos de internalização queremos introduzir em nosso mercado, ao menos em um primeiro momento, e na melhor forma de regulá-los.

61. Gostaria, nesse momento, de me deter um pouco no exame da experiência de outros países com a internalização. Em seu estudo, a ASA analisa quatro importantes referências: Estados Unidos, União Europeia, Canadá e Austrália. Como destacado no Relatório ASA, em todos esses locais, “diferentemente do Brasil, há algum grau de competição entre ambientes de negociação de tipos distintos na execução de ordens, inclusive via internalização”¹¹.

62. A toda evidência, não temos que instituir no Brasil uma regulação que copie acriticamente as soluções adotadas alhures. É necessário atentar para a realidade regulada e entender que nosso arcabouço legal, nossas instituições e o nosso mercado possuem particularidades que os distinguem de outros países. Ao mesmo tempo, não podemos fechar os olhos para experiências de outros mercados, nem pensar que nossas diferenças são tão profundas que devemos aqui fazer as coisas de uma maneira radicalmente diferente daquela adotada em outros mercados.

63. Esse ponto me parece crucial quando analisamos as finalidades que o legislador diz que a regulação do nosso mercado deve perseguir. Precisamos evitar construções que, explícita ou implicitamente, pressuponham que, nesse tópico (das finalidades da regulação), o sistema brasileiro diverge de modo relevante de outros mercados, em especial dos mercados com os quais temos mais proximidade – que incluem os mercados pesquisados no Relatório ASA.

¹¹ Relatório ASA, p. 28.



64. De fato, não há notícia de que o legislador brasileiro tenha, ao enunciar os mandatos da CVM, buscado criar algo diverso do que há em outros mercados. Bem ao contrário. As preocupações com regularidade, eficiência, liquidez, formação de preço, transparência e proteção ao investidor não são particularidades do mercado brasileiro. Trata-se de pré-condições para a existência de mercados de capitais saudáveis, aqui ou em qualquer outro lugar¹².

65. Nesse ponto, parece-me possível já iniciar, também, o exame da **sétima questão** colocada no Relatório. O início da questão traz, a meu ver, um aspecto-chave para toda a questão: o reconhecimento de que a própria regulação pode trazer alternativas para mitigar problemas.

66. Ao tratar desse tema no Relatório, a ASA indica que um possível caminho seria deixar as coisas como estão. Mais ainda: parece sugerir que o caminho mais factível seria o de manter o atual regramento, quando questiona em certo momento se existem alternativas regulatórias factíveis para mitigação dos problemas regulatórios “caso seja considerado que o cenário de não-ação não seja a única alternativa viável”¹³.

67. Ora, pelos motivos acima expostos, parece-me que, ao contrário do que parece indicar o Relatório, a alternativa não viável seria justamente a de não-ação. A meu ver, o desenho regulatório atual não compatibiliza de forma adequada as finalidades do artigo 4º, criando entraves injustificados para o desenvolvimento do mercado, não respeita o princípio de livre iniciativa previstos na Constituição Federal (art. 170) e os direitos de desenvolvimento de atividade econômica previstos na Lei de Liberdade Econômica (em especial, em seu art. 2º).

68. Todos esses pontos são reforçados quando se analisa a experiência de outros países. Como já ressaltado, em todas as localidades pesquisadas, admite-se negociação e há algum grau de competição entre ambientes de negociação de tipos distintos.

¹² Cf., por exemplo, no direito europeu, VEIL, Rüdiger. Concept and Aims of Capital Markets Regulation. In: VEIL, Rüdiger (Ed.). *European Capital Markets Law*. 3rd ed. Oxford, London, New York, New Delhi, Sydney: Hart, 2022, p. 29 e ss. (que fala, entre outras coisas, em eficiência do mercado de capitais, proteção ao investidor, tratamento equitativo aos participantes do mercado de capitais, estabilidade financeira e transparência).

¹³ Relatório ASA, p. 28.



69. No meu sentir, não há nenhuma justificativa, de fundamento legal ou de qualquer outra ordem, que justifique termos um mercado de capitais tão menos aberto à inovação e à competição entre ambientes de negociação. E, a esse respeito, deve-se ter em mente que o estímulo à inovação é algo bastante relevante para o robustecimento do mercado de capitais, como indica a literatura especializada:

“History has shown the overall system of equities trading to be very dynamic, with changes driven by innovations in technology, market participants’ strategies, and regulation itself. Such innovations have often allowed the equity market to generate greater social value and/or reduce the amount of real resources that it consumes. So, in evaluating a practice or regulation, we need to know the effect of the practice or regulation under evaluation on the capacity of the system to further innovate in such favorable ways in the future.”¹⁴

“It is also important to recognize that the overall system is dynamic: there is always the possibility of future innovation that would allow the equity market to more effectively perform its social functions and/or reduce the real resources it consumes in doing so. Hence, we need to know the effect of the practice, and any current or proposed regulations to which that practice is or will be subject, on the capacity of the system to innovate over time. There is, for example, a lively debate as to whether it would be better to have all equity trading for a given company’s stock occur on a single central limit order book (CLOB) rather than the current system in which each company’s stock trades on many different venues. The multiple-venue system undoubtedly uses more resources because of all the interconnections that are necessary. By being competitive, however, the multiple-venue system is much more open to—and indeed is likely to spur—innovation.”¹⁵

IV. AINDA SOBRE A FUNDAMENTAÇÃO LEGAL

70. A CVM questiona, ainda, se haveria algum impedimento à adoção, no Brasil, de modelos de internalização similares aos que foram relatados nos países analisados no Relatório em razão da exigência legal de identificação do cliente final em conta de custódia.

71. Para responder a esta pergunta, começo com a transcrição do dispositivo legal que trata da matéria: o artigo 24, § 3º, inciso II, da Lei nº 12.810/2013:

¹⁴ FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*. New York: Columbia University Press, 2019, p. 35.

¹⁵ FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 48-49.



“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;”

72. Da simples leitura do dispositivo, dois pontos me parecem relevantes.

73. O primeiro deles é que, embora a identificação do beneficiário final pelo depositário central seja o modelo prevalecente em nosso mercado, essa prática não decorre de uma imposição legal. De fato, o inciso II do § 3º do art. 24 da Lei nº 12.810/2013 prevê que os ativos e valores mobiliários cuja titularidade for fiduciariamente transferida para um depositário central devem ser registrados em contas abertas em nome do investidor ou, desde que admitido pela regulamentação, de seu representante.

74. Em outras palavras, ao contrário do que parece indicar a questão colocada no Edital, a Lei nº 12.810/2013 expressamente permite que as contas no depositário central sejam mantidas em nome do representante de investidor. Essa estrutura, vale dizer, nada tem de esotérica. De fato, em outros países, os ativos mantidos em depósito centralizado são comumente detidos em nome dos custodiantes, que, internamente, mantêm controles para identificação dos beneficiários finais.

75. A Lei nº 12.810/2013 não impede, portanto, a adoção de uma estrutura similar a dos mercados estrangeiros em nosso país, ainda que a condicione a uma autorização expressa na regulamentação – medida correta, dado que, nesse modelo, acaba-se por atribuir ao custodiante responsabilidades que, no formato prevalecente no mercado brasileiro, recaem sobretudo sobre o depositário central. Dizendo de outra forma, pode-se, com pequenas mudanças nas normas da CVM, passar-se a admitir que o custodiante mantenha uma conta *omnibus* na central depositária, assumindo, para essas contas, o protagonismo



na identificação do beneficiário final (*i.e.*, de cada um dos seus clientes, verdadeiros titulares dos ativos).

76. Minha segunda observação a respeito dessa pergunta é que o requisito de identificação do beneficiário final no depositário central não constitui óbice à internalização de ordens. Com efeito, é plenamente possível se estruturar um ambiente de negócios para internalização em que o registro em depositário central continue sendo realizado em nome dos beneficiários finais – incluindo o próprio internalizador, quando estiver operando contra as ordens dos seus clientes.

77. Ou seja, ainda que se mantenha a exigência – instituída na norma infralegal – de identificação do beneficiário final já na conta do depositário central, na forma como hoje está, não se impediria a adoção de ambientes para internalização. Seriam criadas, por óbvio, restrições para a sua implementação, mas que seriam as mesmas, vale ressaltar, para outros ambientes de negociação.

78. Dito isso, parece-me bastante evidente que, desde que implementada com os devidos cuidados, a utilização de uma estrutura de conta *omnibus* pode trazer benefícios para o mercado, tornando as estruturas mais simples e estimulando a concorrência, medida que tende a levar a uma redução nos custos de operação.

V. CONSIDERAÇÕES SOBRE O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

79. Embora o propósito deste Parecer seja analisar questões jurídicas relacionadas à internalização de ordens, incluindo os alegados óbices legais (que, como visto acima, entendo inexistentes) e as possíveis soluções regulatórias (que serão exploradas mais adiante), é necessário, para enfrentar certas questões, tecer algumas considerações acerca do funcionamento do mercado de valores mobiliários.

80. Com efeito, se um dos objetivos da regulação é a promoção e defesa da regularidade e da eficiência do mercado, é imprescindível que mesmo discussões *jurídicas* sejam desenvolvidas considerando como o mercado secundário de valores mobiliários funciona e deve funcionar.

81. Assim, gostaria de começar com uma exposição bastante simplória sobre a organização dos mercados de bolsa e sobre a formação do preço de um valor mobiliário no



mercado secundário. Esses temas são explorados de forma mais elaborada e aprofundada em outros trabalhos contratados pelos Consultentes, mas me parece que uma explicação mais simples e rasteira não só é necessária para o desenvolvimento de certas ideias sobre como a regulação pode ser, como, também, para desfazer – ou, ao menos, relativizar – certas afirmações que vez por outra surgem em discussões sobre a possível competição de ambientes de negociação no Brasil.

82. Em termos bastante simplistas, o mercado de bolsa é um ambiente destinado a facilitar o encontro de investidores que desejam negociar valores mobiliários. As bolsas gozam de um certo grau de liberdade para determinar como seus pregões serão organizados¹⁶. No formato mais comum, ofertas são ordenadas com base em dois critérios: preço e tempo. Uma oferta com melhor preço – *i.e.*, uma oferta para comprar pagando mais ou vender cobrando menos – tem prioridade sobre as demais ofertas. E, no caso de ofertas com o mesmo preço, a prioridade é conferida para a oferta que for colocada primeiro.

83. O chamado livro de ofertas – reunião das ofertas de compra e de venda em aberto – lista, na verdade, apenas uma parcela de ordens. É, em geral, chamado de *livro de ofertas limitadas*, que congrega as ofertas colocadas a um preço pior do que o melhor preço disponível do outro lado do livro – *i.e.*, para o qual, a princípio, não há contraparte imediatamente disponível.

84. Existem, ainda, as ordens a mercado, que consistem em ofertas para comprar ou vender no melhor preço disponível no mercado. Tais ofertas não vão para o livro, pois resultam imediatamente em negócios. Assim – e para ficar, nesse primeiro momento, apenas com as ordens limitadas e a mercado –, pode-se dizer que as ofertas limitadas *criam* liquidez e que as ofertas a mercado *tomam* liquidez.

¹⁶ No Brasil, de acordo com o art. 119 da Resolução CVM nº 135/2022, o ambiente ou sistema de negociação de 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” (art. 119, *caput*). Além disso, “[q]uando 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” (art. 119, § 1º). Em mercados estrangeiros, por outro lado, há maior liberdade nessa matéria.



85. O assunto envolvendo a colocação e organização de ofertas não responde, entretanto, à questão de saber como o preço é formado. O preço de cada ativo será resultado do encontro das forças de oferta e demanda que sobre ele atuam. Assim, pode-se dizer que, a cada momento, a cotação de um determinado ativo é o reflexo do julgamento médio dos investidores que o negociam.

86. É importante notar, no entanto, que o mercado resulta da interação dinâmica entre investidores com níveis de conhecimento, estratégias e perfis bastante distintos. O Relatório ASA trata rapidamente desse assunto quando aborda o problema da seleção adversa¹⁷. Em sua abordagem, a ASA faz uma distinção entre dois perfis de investidores: os de varejo e os institucionais, “normalmente mais profissionalizados, sofisticados e informados acerca dos ativos”.

87. O entendimento dos perfis é, de fato, um ponto de partida fundamental para essa análise. Como assinala Larry Harris, naquele que, possivelmente, é o maior clássico do campo da microestrutura¹⁸, “to understand how trading rules affect traders, you must first understand how traders behave”¹⁹.

88. Os estudos destinados a examinar o funcionamento do mercado secundário costumam trazer distinções muito mais matizadas entre os diferentes participantes do mercado. Há, em primeiro lugar, uma distinção fundamental entre os operadores/especuladores (*traders/speculators*) e os provedores de liquidez. E, em cada uma dessas categorias,

¹⁷ Cf. item III.2.2 do Relatório ASA.

¹⁸ Sobre a microestrutura de mercado, cf., por exemplo, DE JONG, Frank; RINDI, Barbara. *The Microstructure of Financial Markets*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 1-2 (“In the traditional approach to financial economics the price formation process is a ‘black box’ in which there is no explicit role for financial market structure. Aspects such as dealers, spread and the organizational structure of financial markets are ignored. In Stoll’s (2000) words, ‘thirty years ago friction in financial markets was largely ignored in the theory of finance’. In the last two decades a substantial literature on the process of financial price formation has developed and is generally known under the name market microstructure. This literature relaxes the assumptions of the traditional asset pricing models, such as the absence of transaction costs, homogeneous and symmetric information, and looks inside the ‘black box’ to get a better understanding of intraday price dynamics. A related objective is to formulate recommendations for the optimal design and regulation of financial markets. Market microstructure also provides new techniques for estimating transaction costs and market liquidity. This is of practical relevance for professional investors, who are interested in efficient order execution and the effect of liquidity on asset prices. [...]. One of the purposes of microstructure models is to understand the impact of the organizational structure and the design of financial markets on trading costs and asset prices. These models are then used to construct indicators of market quality, which can serve to assess the utility of regulatory interventions”).

¹⁹ HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 9.



cabem ainda diversas categorizações possíveis²⁰.

89. É necessário, portanto, ter em mente que, no mercado atual, a liquidez é fornecida por investidores com perfis bastante diferentes. Por definição, investidores informados (*information traders*) tendem a colocar ordens limitadas, fornecendo, assim, parte da liquidez, mas, no mercado eletronicado de hoje, parte expressiva da liquidez é dada por investidores que atuam em estratégias de liquidez, como certos operadores de alta frequência (*high-frequency traders*).

90. Do mesmo modo, deve-se reconhecer que o raciocínio baseado na ideia de varejo não informado e institucionais informados é uma generalização, que pode refletir o que ocorre na maior parte das situações, mas que não reflete o que sempre ocorre.

Esses agentes, com perfis, estratégias e conhecimento diversos, integram-se em um mercado anônimo. Ninguém sabe a identidade da contraparte e, consequentemente, o nível de informação ou as motivações dos demais investidores que, a cada momento, atuam no mercado.

91. Outro aspecto relevante se refere à formação do preço no mercado secundário.

92. O art. 4º da Lei nº 6.385/1976 elenca entre as finalidades da regulação a promoção e expansão de um mercado eficiente. Na literatura econômica, o conceito de eficiência tem múltiplas dimensões, mas, para a discussão ora travada, podemos focar na eficiência como a capacidade de o preço de um determinado ativo refletir de modo tempestivo e adequado as informações a respeito do seu emissor²¹.

²⁰ Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten e Gabriel V. Rautenberg dividem os operadores (*traders*) em cinco categorias: *informed traders*, *uninformed traders*, *mistake traders*, *anti-mistake traders* e *price-sensitive fundamental value traders* (cf. FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTENBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 60-64).

²¹ Como disse em voto apresentado na CVM, “[a] eficiência informacional do mercado é a capacidade de o preço de um ativo refletir adequadamente todas as informações disponíveis sobre aquele ativo, a partir das decisões tomadas pelos investidores com base nestas informações. A atuação dos diversos investidores, comprando ativos que julgam subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, faz com que os preços converjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007543/2019-03, de minha relatoria, j. 02.06.2020).



93. Essa acurácia de preço (*price accuracy*) é, de fato, vista junto com a liquidez como os dois atributos que fazem com que o mercado de capitais cumpra adequadamente a sua função social²².

94. Como o mercado incorpora informações no preço? Essa eficiência é resultado da existência de um mercado onde existem pessoas que se dedicam a decodificar o valor das novas informações e a fazer com que essas informações sejam incorporadas ao preço. Refiro-me, aqui, a analistas, investidores profissionais e investidores fundamentalistas.

95. As cotações de mercado não são influenciadas apenas pelas informações produzidas pelos emitentes de valores mobiliários, mas também por aquelas relacionadas às ofertas enviadas aos sistemas de negociação e aos negócios cursados no mercado. De fato, muitos investidores não negociam em função das informações acerca do emissor, mas com base em informações pré e pós-negócio.

96. Embora a tutela da CVM abranja tanto as informações endógenas quanto as exógenas ao processo de negociação²³, a produção e o acesso a essas informações são regulados, desde sempre, de modo diferente.

97. Essa diferença de tratamento decorre de vários fatores, entre os quais destaco, para os fins desta análise, o fato de que as informações endógenas e exógenas se relacionam de forma diferente com a eficiência do mercado.

98. Em um mercado eficiente, o preço de um ativo deve refletir todas as informações que lhe dizem respeito – incluindo, então, tanto as informações endógenas e quanto as exógenas. Assim, o fato de o preço de um ativo se alterar, para cima ou para baixo, em função de informações acerca da sua disponibilidade no mercado – em especial, àquelas disponíveis no livro de oferta – é algo positivo. Tanto é assim que, repito, as informações endógenas ao processo de negociação são objeto de tutela pela CVM.

99. Dito isso, grande parte da finalidade social da eficiência do mercado – *i.e.*, das razões pelas quais a eficiência do mercado é elencada entre as finalidades a serem perse-

²² FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 75.

²³ Cf., a esse respeito, Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007543/2019-03, de minha relatoria, j. 02.06.2020.

guidas pela regulação – está associada às informações exógenas ao processo de negociação (*i.e.*, às informações a respeito do emissor)²⁴. As discussões sobre acurácia do preço se referem usualmente somente à capacidade de a cotação refletir as informações acerca da estimativa média do mercado acerca do valor presente do fluxo de caixa futuro do emissor²⁵, pois é dessa eficiência que se costuma entender que o mercado gera valor social²⁶.

100. Cabe assinalar, ainda, que a proteção à eficiência e à regularidade do mercado não constitui um entrave para que os investidores adotem estratégias para executar seus negócios de modo a minimizar o impacto que eles poderão ter no mercado secundário – desde que, é claro, não haja fraude nem manipulação. Nesse sentido, embora a informação sobre a intenção de determinado investidor negociar um ativo possa influir na cotação do papel – a depender, é claro, do tamanho do negócio e da liquidez do papel –, há um espaço

²⁴ “In efficient markets, information about the value of firms is incorporated quickly and accurately into stock prices. This process involves three different tasks: information production; accuracy verification; and finally, pricing the information. *Information Production* involves searching for currently unknown information that affects prices. *Accuracy verification* involves actions necessary to confirm the reliability of the information source and the credibility of the information. *Pricing information* requires analyzing the information to determine its value, and then trading based on discrepancies between price and value. Information production involves two different types of information: firm-specific information and general market information. *Firm-specific information* includes a firm’s attributes such as management quality, business plans and past record, financial position, and research and development potential. *General market information* includes information about the general conditions in which the firm functions, such as the prospect of competitors, the industry as a whole, and the local and global economy” (GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The Essential Role of Securities Regulation. *Duke Law Journal*, Vol. 55, No. 4, p. 711-782, 2006, p. 721, destaques do original).

²⁵ “Price accuracy concerns the accuracy with which the market price of an issuer’s shares predicts the issuer’s future cash flows” (FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 34).

²⁶ A adequação da cotação dos papéis no mercado é especialmente importante porque afeta positivamente a conduta dos administradores. Como explica a literatura, estando os preços devidamente avaliados, há um incentivo, direto e indireto, para que os administradores tomem decisões que maximizem o valor da cotação. Ora, em primeiro lugar, se a cotação reflete todas as informações disponíveis, eventuais condutas indesejadas ou equivocadas por parte dos administradores se refletirão no preço do papel, o que será um sinal para os investidores que estão sendo tomadas decisões que não maximizam o valor da ação. Isso poderá levar, por exemplo, a uma pressão para que os administradores mudem seu curso de ação ou, mesmo, à substituição dos respectivos membros da administração. Há, ainda, a possibilidade de haver uma reação na forma de uma aquisição hostil de controle ou, ainda, a tomada de decisões por administradores independentes. Em segundo lugar, estando os preços devidamente formados, com a incorporação de todas as informações publicamente disponíveis, eles servem como uma *guia* para os administradores naquilo que se refere ao conjunto de decisões que são vistas (e não vistas) pelo mercado como um todo como *share value-maximizing decisions*. Em terceiro lugar, a acurácia do preço é bastante relevante para a efetividade de programas de remuneração baseados em ações e, também, para a própria atratividade de tais modelos remuneratórios para os administradores (cf. FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 36-39).



grande no qual os investidores e os intermediários que os assessoram podem licitamente buscar estruturas de execução que mitiguem a possível repercussão que aqueles negócios podem causar no livro de ofertas no curto prazo.

101. O próprio conceito de liquidez tem – é importante lembrar – diferentes dimensões²⁷, sendo que uma delas é justamente a capacidade de um negócio ser realizado sem impacto no preço²⁸. Em outras palavras, a resiliência da cotação quando há alguém querendo montar ou desmontar uma grande posição²⁹.

102. A forma como a liquidez é tratada no Relatório ASA é, aliás, outro ponto que merece comentários. A diferença entre as melhores ofertas de compra e de venda (o *bid-ask spread*) é, sem dúvida, uma importante medida de liquidez do mercado acionário³⁰,

²⁷ HARRIS, Larry. *Trading and Exchanges...*, cit., p. 398.

²⁸ Cf., por exemplo, O'HARA, Maureen. *Market Microstructure Theory*. Cambridge, MA, USA; Oxford, UK: Blackwell, 1995, p. 216 ("Liquid markets are generally viewed as those which accommodate trading with the least effect on price"). Cf., ainda, a explicação de Christoph Kumpan, de acordo com o qual "[u]m mercado pode ser descrito como líquido se seus participantes puderem comprar ou vender o número desejado de valores mobiliários rapidamente e com baixos custos de transação, sem que suas ordens tenham um impacto significativo sobre o preço" (KUMPAN, Christoph. *Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht*. Berlin: De Gruyter, 2006, p. 37, em tradução livre; no original: „Ein Markt lässt sich als liquide bezeichnen, wenn die Marktteilnehmer schnell und zu niedrigen Transaktionskosten die von ihnen gewünschte Anzahl von Finanzinstrumenten kaufen oder verkaufen können, ohne dass ihre Aufträge den Kurs nennenswert beeinflussen“).

²⁹ “[...] we may speak of resiliency, which is the degree to which the price of a security reverts to its previous level following a trade. The more resilient the security the quicker the price will return to the pre-trade price. Thus, if the investor sells 10,000 shares of Stock ABC at an average price of \$20/share, the market is said to be resilient if the prices moves back to \$20/share soon after the selling pressure abates (which may be a matter of seconds or minutes). If Stock ABC is not resilient, it may languish at lower prices, as the selling pressure overwhelms any lingering buying interest. In general, the more liquid the stock, the more resilient the stock price, though this again depends on whether supply or demand is heavily weighted in a particular direction” (BANKS, Erik. *Dark Pools: The Structure and Future of Off-Exchange Trading and Liquidity*. Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan, 2010, p. 54).

³⁰ Cf., por exemplo, relacionando os atributos de profundidade (*depth*) e amplitude (*breadth*), ínsitos ao conceito de liquidez, ao *bid-ask spread*, SCHWARTZ, Robert A.; FRANCIONI, Reto. *Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2004, p. 60-61 (“A market has depth and breadth if orders exist at an array of prices in the close neighborhood above and below the price at which shares are currently trading and if the best buy and the sell orders exist, in total, in substantial volume (i.e., if the sum of the orders at each price is sufficiently large). Bid-ask spreads are tighter and market impact slighter when a market has depth and breadth”).



mas certamente não é a única dimensão de liquidez, nem a única que mereça a tutela do regulador³¹.

103. Esse fato tem consequências em diversos aspectos da regulação. É, por exemplo, parte da razão pela qual o fato de determinado agente buscar evitar ou minimizar o impacto de suas operações com determinado ativo na cotação daquele papel não caracteriza manipulação (embora, é claro, possa haver operações ilícitas quando os elementos do tipo são, de fato, preenchidos). Explica, também, porque, mesmo em um mercado como o brasileiro, em que se exige transparência na pré e na pós-negociação, haja a admissão para a colocação de certas ofertas sem total transparência – o caso das chamadas ofertas *iceberg*³².

104. Existem, portanto, diversas razões legítimas para que um investidor não queira dar ao mercado a informação completa acerca da sua intenção de negociar. O caso mais evidente é, possivelmente, o das operações de grandes lotes (*block trades*), em que se deseja evitar que o fato de uma grande quantidade de ações ser transacionada possa impedir ou dificultar que a operação seja feita nas condições de mercado. Não se deseja, no caso, criar qualquer tipo de falseamento ao mercado, ou mesmo de executar uma operação a um preço que não reflita as informações sobre o emissor, mas justamente evitar que

³¹ “Liquidity concerns the costs of transacting. Liquidity is a multidimensional concept that relates to the size of a trade, the price at which it is accomplished, and the time it takes to accomplish the trade. Generally, the larger the size of the purchase or sale and the faster one wishes to accomplish it, the less desirable the price will be. The more liquid the market is, however, the less severe these trade-offs are. For the small retail investor, the best measure of a stock’s liquidity is just the ‘bid-ask spread’: that is, the difference between the best available bid (the price at which liquidity suppliers are willing to buy such shares) and the best available offer (the price at which liquidity suppliers are willing to sell such shares)” (FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 34).

³² “Oferta Iceberg: É um tipo específico de oferta onde apenas uma parcela dela fica exposta no *book*. Por exemplo, o investidor pode inserir uma oferta de preço R\$10,00 e quantidade 10.000, mas que só ‘aparece’ no *book* em blocos de 1000 em 1000, o que significa que quando os primeiros 1000 lotes forem executados o núcleo irá disponibilizar o segundo bloco, como se fosse uma nova oferta (portanto, exceto para o dono da oferta, ela aparece como uma oferta de quantidade 1000)” (Cf. Reconstrução do Livro de Ofertas, B3, p. 4). Cf., ainda, explicação da B3 e da BSM sobre as ofertas ou ordens *iceberg* em outro documento: “As *iceberg order* são ofertas, usualmente, de grandes quantidades, que são disponibilizadas de forma transparente na tela parcialmente, ou seja, apenas um pedaço da oferta fica visível para o mercado. Dessa forma, a execução de uma *iceberg order* é fracionada em partes à medida que novas frações da ordem são disponibilizadas em tela” (cf. Manifestação da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão e da BSM Supervisão de Mercados na Audiência Pública SDM nº 9/19, de 27.12.2019, p. 48).



aquela informação sobre o negócio impeça que a operação seja realizada nas condições que o mercado oferece³³.

105. A definição de investidor mais informado nos trabalhos de microestrutura é ampla e capta diversos investidores que, de forma lícita, alcançam algum tipo de superioridade informacional. A atividade de produzir e processar informação é, naturalmente, custosa e esses investidores se remuneram desses custos transacionando a patamares que não refletem o valor que eles enxergam. A atuação dos investidores informados, comprando ativos que entendem subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, é, aliás, uma das forças que leva os preços a patamares eficientes³⁴. Mas, para que essa atividade seja lucrativa, tais investidores precisam conseguir executar negócios em patamares que entendam favoráveis e, conseqüentemente, possuir um interesse legítimo em esconder sua intenção. Afinal de contas, se o mercado entender que o movimento em certa direção decorre de um investidor mais informado, a cotação vai rapidamente convergir para esse preço, reduzindo a capacidade de o investidor lucrar com sua informação.

106. Ainda que essa maior velocidade possa, em um primeiro momento, parecer desejável sob ponto de vista da regulação – a literatura associa as formas mais fortes de eficiência à velocidade na qual a informação é incorporada ao preço do papel –, uma visão desapaixonada indica ser necessário a busca pelo equilíbrio. Se os investidores não forem capazes de obter ganhos com informações, não haverá incentivo para que recursos sejam consumidos na identificação e processamento de informação. Nesse cenário, os investidores que negociam com base em informação tenderiam a abandonar essa estratégia, o que causaria um impacto deletério no funcionamento do mercado como um todo.

107. Todos esses fatos explicam por que todos os demais mercados pesquisados pela ASA possuem ambientes de negociação variados e que concorrem em certa medida. Há um reconhecimento de que existem necessidades distintas que somente podem ser atendidas de forma devida quando existem estruturas variadas, necessárias para atender a preferências legítimas. A proteção ao livro de ofertas da bolsa, aos investidores informados que ali colocam suas ofertas e, em última instância, à liquidez medida pelo *bid-ask spread* constitui um valor importante, merecedor de tutela. Ao mesmo tempo, reconhece-se que

³³ DOMBALAGIAN, Onnig H. *Chasing the Tape: Information Law and Policy in Capital Markets*. Cambridge: MIT Press, 2015, p. 64.

³⁴ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, Vol. 70, p. 549-644, 1984.



essa proteção não pode ser de tal intensidade que inviabilize que outros investidores realizem seus negócios em outros ambientes. Existem outros investidores que seguem lógicas distintas e que são igualmente válidas e cujos interesses e objetivos também devem ser considerados pela regulação.

108. Desde que devidamente estruturada, a competição – tanto entre bolsas, quanto entre bolsa e outros ambientes – apresenta-se, portanto, como uma condição importante para que investidores com preferências distintas tenham acesso a soluções que os atendam de modo adequado:

“Exchanges must also balance the benefits of transparency against market participants' incentives to invest in seeking out and analysing new information. This is most pronounced with respect to pre-trade transparency. By revealing to market participants the prices at which others stand willing to trade, the exchange signals its integrity by allowing potential traders to see that they are getting the best price. This in turn attracts order flow. But requiring market participants to disclose their pending orders also permits other participants to 'decode' new information before it has been impounded into security prices, thereby reducing returns to ferreting out and analysing new information.

To be sure, different market participants have different preferences regarding the mix of products offered by an exchange. Some, for example, prefer low execution costs to rapid execution. Others may be willing to sacrifice the liquidity associated with more transparent markets in exchange for greater anonymity. As a result, different markets adopt different institutional arrangements with the objective of catering to different clienteles, leading to the 'unbundling' of the traditional package of products offered by exchanges. Perhaps nowhere is this more evident than in connection with the rise of alternative trading systems.”³⁵

109. Em resumo, entendo que o Relatório ASA traz uma análise inicial bastante interessante do problema regulatório, mas que pode, em versões futuras, ser mais bem desenvolvida. Nessa revisão, parece-me que devem ser adotadas visões mais completas sobre os participantes do mercado, bem como sobre certos conceitos fundamentais, como liquidez – que precisa ser considerada em suas múltiplas dimensões – e eficiência. A meu ver, uma visão mais completa, que reconheça a legitimidade dos diferentes interesses, é mais

³⁵ ARMOUR, John; AWREY, Dan; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; GORDON, Jeffrey; MAYER, Colin; PAYNE, Jennifer. *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 149.



um fator que milita em favor de termos uma regulação que permita o surgimento de maior concorrência entre ambientes de negociação, inclusive por meio da internalização.

VI. SOBRE A PROTEÇÃO DO INVESTIDOR E OS DEVERES DOS INTERMEDIÁRIOS

110. Acertadamente, uma das principais preocupações apontadas pela ASA em seu estudo é a proteção do investidor. Essa temática, a bem da verdade, perpassa muitos dos temas tratados no Relatório ASA, como, por exemplo, em questões relacionadas à proteção da integridade e da eficiência do mercado, tratadas acima. Quero, neste tópico, focar primeiramente no risco de os investidores serem prejudicados em um ambiente em que a internalização é facilitada em razão de as suas ofertas deixarem de ser executadas nas melhores condições possíveis.

111. Creio existir razoável consenso quanto ao fato de que, como regra geral, o investidor não deve ser prejudicado ao ter uma ordem internalizada. Em outras palavras, o fato de o investidor ter sua operação internalizada não deveria criar o risco de que o investidor termine comprando por um valor mais elevado, nem vendendo por uma cotação pior do que aquela disponível no mercado de bolsa. Qualquer outra solução parece caracterizar violação ao dever, imposto ao intermediário, de “adotar, na execução de ordens, todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem” (art. 35, *caput*, da Resolução CVM nº 35/2021), sendo que, no caso dos investidores não qualificados, “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” (art. 35, § 1º, da Resolução CVM nº 35/2021).

112. Como se faz essa medida? Parece intuitivo concluir que a verificação do atendimento desse dever seja feita a partir da comparação entre o valor do negócio efetivamente executado para o cliente e as cotações disponíveis no mercado de bolsa naquele momento, acrescidos, em cada um dos casos, dos custos de negociação associados³⁶. Essa comparação pode parecer especialmente fácil de se fazer em um cenário em que há um único

³⁶ Na verdade, existem outros fatores que podem, também, criar distinções, como, por exemplo, a disponibilidade ou não de um mecanismo de ressarcimento, como o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) (cf. art. 124 e ss. da Resolução CVM nº 135/2022).



mercado e, conseqüentemente, onde todas as ofertas de compra e de venda estão reunidas em um único ambiente.

113. Mesmo quando o ativo é simultaneamente negociado em mais de um mercado, a solução pode, em um primeiro momento, parecer simples. Ainda que estejam dispersas em mais de um ambiente, as ofertas disponíveis em cada um dos livros podem ser compiladas e comparadas. Se o negócio for realizado contra aquela que for mais vantajosa (ou em condições, no mínimo, tão favoráveis quanto as disponíveis nesse mercado), o dever de melhor execução terá sido cumprido.

114. A multiplicidade de ambientes de negociação – a fragmentação de liquidez – potencializa, contudo, a latência, isto é, o tempo que as informações demoram para ser transmitidas e processadas. A tecnologia, é claro, torna todo o trabalho de transmissão e processamento das informações cada vez mais rápido, mas sempre haverá um lapso temporal. E, é importante perceber, uma competição por velocidade. Mesmo quando as coisas transcorrem em milissegundos, existem investidores capazes de se mover mais rapidamente do que outros.

115. É importante perceber que a questão da latência ocorre, também, em cenário em que há um único mercado. Mesmo nesses cenários, os investidores têm acesso às informações do livro de ofertas em velocidades distintas, conseguem reagir a essas informações em tempos diversos e, ainda, fazem com que suas respostas (*i.e.*, a colocação ou cancelamento de ofertas) cheguem à bolsa com maior ou menor rapidez.

116. Essa latência, que, em certa medida, é inerente ao mercado, cria oportunidades de ganhos não só para os investidores – caso, por exemplo, de muitos provedores de liquidez, que buscam capturar ganhos marginais em uma infinidade de negócios, perfazendo, ao final, um ganho real – como, também, para os próprios operadores dos mercados organizados – caso, por exemplo, da receita das bolsas com os serviços de *colocation*.

117. O que disse, penso, já é suficiente para ilustrar que eventuais problemas da execução de ordem de clientes por preços inferiores aos melhores disponíveis não é um problema dos ambientes de internalização, mas da *eletronificação do mercado*.

118. Esse aspecto é bastante relevante e precisa ser enfrentado, pois se colocará de forma clara em qualquer cenário de concorrência entre ambientes de negociação – e, nesse ponto, volto ao que disse na segunda parte deste Parecer, quando destaquei que parte do



problema regulatório não é, na verdade, ínsito à internalização. O problema pode ocorrer – e, de fato, ocorre – mesmo quando há um mercado único e é, sem dúvida, amplificado quando um mesmo ativo é negociado em mais de um mercado – aí incluídos, evidentemente, os ambientes de internalização.

119. A solução para o problema começa, no meu sentir, em delimitar de forma correta quando o problema surge. Em um passado relativamente recente, a BSM entendeu que o mecanismo de *client facilitation* oferecido pela XP Investimentos CCTVM não cumpriria com os requisitos legais pelo fato de que, em certas situações, levaria ao preterimento de clientes que estavam com ofertas registradas no livro, em descumprimento aos arts. 30, parágrafo único, e 31, parágrafo único, inciso I, ambos da Instrução CVM nº 505/2011³⁷.

120. Independentemente de se tratar de uma ordem internalizada ou de uma ordem roteada para um determinado mercado (em um cenário em que há mais de um mercado apto a recepcionar uma oferta), entendo que não se pode falar em violação quando esse descasamento decorre da latência – partindo-se da premissa de que o intermediário tenha tomado medidas razoáveis para lidar com esse cenário.

121. E, mesmo quando há um ou alguns agentes encarregados de consolidar o livro – assunto que, no meu sentir, também deveria voltar a ser discutido de maneira organizada –, haverá latência. Cada etapa do processo consome tempo – a oferta dada por cada investidor até o sistema da bolsa, a informação atualizada sobre o livro de oferta para os diversos investidores e as possíveis reações daí decorrentes. Além disso, é importante destacar que o tempo consumido em cada etapa não é homogêneo, podendo variar em função de quem é o investidor, de quem é intermediário e, também, de qual é o ambiente

³⁷ “Art. 30. [...]”

Parágrafo único. É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes”.

“Art. 31. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

Parágrafo único. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem:

I – identificar quaisquer conflitos de interesses que possam surgir entre ele, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes;”.



(e, com a inclusão de novos agentes, como o internalizador, em função também de quem são esses agentes)³⁸.

122. Cabe ao regulador exigir que administradores de mercados e intermediários adotem estruturas, inclusive (ou sobretudo) tecnológicas, que lhes permitam desempenhar suas funções de maneira eficiente e adequada, mas essa exigência deveria ser feita sob a lente da razoabilidade.

123. Assim, o dever geral de agir no melhor interesse do cliente³⁹ e o dever de não privilegiar os próprios interesses ou de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do cliente⁴⁰ devem ser interpretados à luz dessa lógica. Enquanto obrigações de meio que descrevem deveres *abertos*, a sua concretização nos casos concretos não pode ser antecipada *a priori* pelo intérprete, que deve, portanto, pautar-se pelo critério da razoabilidade.

124. Como explicam Luca Enriques e Matteo Gargantini a respeito do *best interest duty*, previsto na Diretiva 2014/65/UE⁴¹, “[o]bserving that the best interest duty can fill regulatory gaps or complement detailed conduct of business rules, including by way of interpretation, begs of course the question of what kind of behaviour the duty requires. Of course, no precise *a priori* answer to this question can be given: as a general standard of behaviour, only *ex post* specification by the relevant enforcement actors is possible. Hence, what can be said is that the duty is open-ended, lending itself to imposing client-regarding behaviour and therefore protection of the client’s interests in the absence of specific conduct of business rules or whenever existing conduct of business rules do not

³⁸ Por conta disso tudo, não é correto fazer um exercício de comparação *ex post* que se baseie numa fotografia de vários ambientes no mesmo nanosegundo. Para a tomada de decisões, os participantes do mercado não verão por essa ângulo. Como afirmei, a assimilação das informações de cada etapa do processo toma tempo, de modo que qualquer análise adequada desse assunto não pode prescindir de considerar a *latência*.

³⁹ “Art. 31 [da Resolução CVM nº 35/2021]. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes”.

⁴⁰ “Art. 31 [da Resolução CVM nº 35/2021]. [...]”.

§ 1º É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes”.

⁴¹ Diretiva comumente conhecida como MiFID II, em razão do nome dado à diretiva em inglês (*Markets in Financial Instruments Directive II*).



cover a given situation, but at the same time the investor-protection rationale that justifies the application of specific rules in similar circumstances applies to that very situations”⁴².

125. E, ainda, os mesmos autores apontam que “[b]road principles such as the best interest duty and its companion standards play an important role in ensuring a reasonable regulatory equilibrium. To avoid the risk that invoking general standards may lead to over-enforcement, *fiduciary-style obligations need to be interpreted in a flexible manner, and in the light of the nature of the service provided*”⁴³.

126. No mesmo sentido, também seria necessário analisar o dever de melhor execução sob esse prisma, de forma semelhante àquilo que consta da Rule 5310 da *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA)⁴⁴, que expressa a ideia de que o *broker* deve agir com “*reasonable diligence to ascertain the best market for the subject security*”⁴⁵.

⁴² ENRIQUES, Luca; GARGANTINI, Matteo. The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II. In: BUSCH, Danny; FERRARINI, Guido (Ed.). *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 95, destaques do original.

⁴³ ENRIQUES, Luca; GARGANTINI, Matteo. *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, cit., p. 120, original sem destaques. Em rodapé, como referência à afirmação de que tais deveres deveriam ser interpretados de forma flexível, os autores citam obra de Niamh Moloney, na qual a autora defende que “reasonableness criteria [is] needed to countervail excessive discretion in *ex post* review” (ENRIQUES, Luca; GARGANTINI, Matteo. *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, cit., p. 120, nota de rodapé nº 155).

⁴⁴ “5310. Best Execution and Interpositioning

(a)(1) In any transaction for or with a customer or a customer of another broker-dealer, a member and persons associated with a member shall use reasonable diligence to ascertain the best market for the subject security and buy or sell in such market so that the resultant price to the customer is as favorable as possible under prevailing market conditions. Among the factors that will be considered in determining whether a member has used “reasonable diligence” are:

(A) the character of the market for the security (e.g., price, volatility, relative liquidity, and pressure on available communications);

(B) the size and type of transaction;

(C) the number of markets checked;

(D) accessibility of the quotation; and

(E) the terms and conditions of the order which result in the transaction, as communicated to the member and persons associated with the member”.

⁴⁵ NAGY, Christopher; GELLASCH, Tyler. Better ‘Best Execution’: An Overview and Assessment. In: MATTLI, Walter (Ed.). *Global Algorithmic Capital Markets: High Frequency Trading, Dark Pools, and Regulatory Challenges*. Oxford: Oxford University Press, 2019, p. 167.



127. No Brasil, semelhantemente ao que existe na Europa desde o MiFID II, usa-se, é verdade, a noção de *suficiência*. O art. 20 da Resolução CVM nº 35/2021 prescreve que “[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”⁴⁶.

128. Na Europa, o regime de *best execution* contido no MiFID II determina que “investment firms must take all ‘sufficient’ steps when executing orders to obtain the ‘best possible result’ for their clients, taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature, and other relevant considerations, which can include whether the order is traded OTC”⁴⁷.

129. Anteriormente, na vigência do MiFID I⁴⁸, o regime comunitário europeu usava uma linguagem similar àquela existente nos Estados Unidos: *reasonable steps*⁴⁹. Se, de fato, essa mudança de linguagem levou, ao que parece, a um aumento do sarrafo para o cumprimento, pelos intermediários, do dever de *best execution*⁵⁰ – o que, entretanto, é questionado por um setor da literatura especializada, que argumenta ter sido, em essência,

⁴⁶ Original sem destaques.

⁴⁷ MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 4th ed. Oxford: Oxford University Press, 2023, p. 535-536.

⁴⁸ Diretiva 2004/39/CE.

⁴⁹ Cf. Article 21 do MiFID I (“Member States shall require that investment firms take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order. Nevertheless, whenever there is a specific instruction from the client the investment firm shall execute the order following the specific instruction”).

⁵⁰ BRENNCKE, Martin. Art. 27 MiFID II. In: LEHMANN, Matthias; KUMPAN, Christoph (Ed.). *European Financial Services Law: Article-by-Article Commentary*. Baden-Baden: Nomos; München: Beck; Oxford: Hart Publishing, 2019, p. 198 (“The requirement that a firm take ‘sufficient’ steps is a higher bar for compliance than was required under MiFID I, which required ‘reasonable’ steps. According to ESMA, the change to ‘sufficient’ highlights that firms’ execution policies and arrangements must be able to detect potential deficiencies. Firms must not only monitor the quality of execution services, but also the quality of their execution arrangements and policies on an ex-ante and ex-post basis. If any deficiencies are detected, a firm must take all appropriate remedial action in order to demonstrate that they have taken ‘all sufficient steps’”).



uma mudança *cosmética*⁵¹ –, uma coisa é certa: o dever de *best execution* continua a ser uma obrigação de meios.

130. Nesse sentido, como explica a doutrina europeia, o dever de *best execution* “can be defined as ‘an obligation of means’ that an investment firm holds toward its clients”⁵². Por consequência, conforme reconhecido pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA), o dever de *best execution* “should not be interpreted to mean that a firm must obtain the best possible results for its clients on every single occasion. Rather, firms will need to verify on an on-going basis that their execution arrangements work well throughout the different stages of the order execution process”⁵³.

131. Essas considerações são igualmente aplicáveis ao regime brasileiro, que também conta, como se viu, com uma previsão normativa sobre o dever de melhor execução que adota a ideia de *suficiência*. Dizendo de outro modo, parece-me que, não obstante a regulação brasileira adote explicitamente a ideia de *suficiência* em matéria de dever de melhor execução, a adequada concretização de tal dever à luz da referida noção (“medidas suficientes”) deve ser feita, sempre, considerando aquilo que é razoável no caso concreto, sob pena de transformar a obrigação de melhor execução num dever cujo cumprimento se torna inalcançável ou, ainda, de interpretar tal dever como uma obrigação de resultado ou de garantia, o que, em qualquer caso, seria completamente desproporcional.

132. Novas tecnologias estão o tempo todo a surgir e, embora seja razoável imaginar que os participantes devam, em certa medida, acompanhar os avanços, não se pode exigir que todas as ferramentas sejam implementadas, nem que sejam implementadas imediatamente. De fato, uma crítica relevante foi que um certo fetiche com velocidade (motivado, em muitos casos, pela percepção, nem sempre correta, que ganhos mínimos de velocidade poderiam resultar em ganhos substanciais) levou participantes do mercado e provedores

⁵¹ BUSCH, Danny. Conduct-of-Business Rules under MiFID I and II. In: BUSCH, Danny; VAN DAM, Cees (Ed.). *A Bank's Duty of Care*. Oxford and Portland: Hart Publishing, 2017, p. 47 (“Under MIFID II the best execution rules are not fundamentally revised. MiFID’s best execution rules as described above are maintained, although MiFID II talks of ‘all sufficient steps’ rather than ‘all reasonable steps’ to obtain the best possible result for clients, but this change is much more cosmetic than substantive”).

⁵² MARCACCI, Antonio. *Regulating Investor Protection under EU Law: The Unbridgeable Gaps with the U.S. and the Way Forward*. Cham: Palgrave Macmillan, 2018, p. 148.

⁵³ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Q&As on MiFID II and MiFIR investor protection topics*. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/qas-mifid-ii-and-mifir-investor-protection-topics>. Acesso em: 17.10.2024, p. 20.



de estruturas a gastarem recursos muito expressivos em investimentos com pouca ou nenhuma utilidade social⁵⁴⁻⁵⁵.

133. Assim, no caso de um intermediário diligente, razoavelmente equipado, eventuais descasamentos entre o preço de execução e o melhor preço disponível em um ambiente de bolsa não deveriam, a princípio, ser vistos como problemáticos. Noto, para além da questão da razoabilidade acima mencionada, que, nesses casos, o descasamento decorreria de flutuações de preço em curtíssimos intervalos de tempo. Para esse tipo de movi-

⁵⁴ Sobre o tema, nos Estados Unidos, cf., em especial, cf. LEWIS, Michael. *Flash Boys: A Wall Street Revolt*. New York, London: W. W. Norton & Company, 2014. Por exemplo, num dado momento de seu livro, Michael Lewis diz que, entre 2013 e 2014, “both Nasdaq and the New York Stock Exchange announced that they had widened the pipe that carried information between the HFT computers and each exchange’s matching engine. The price for the new pipe was \$40,000 a month, up from the \$25,000 a month the HFT firms had been paying for the old, smaller pipe. The increase in speed was *two microseconds*. Brad understood that the reason for this was not that the market was better off if HFT had information two microseconds faster than before, but that the high-frequency traders were all terrified of being slower than their peers, and the exchanges had figured out how to milk this anxiety” (LEWIS, Michael. *Flash Boys...*, cit., Chapter 7). E, em suas conclusões, Michael Lewis aponta a duvidosa utilidade social do gasto desmesurado com estruturas focadas em velocidade: “It’s worth performing a [...] cost-benefit analysis of this infrastructure, from the point of view of the economy it is meant to serve. The benefit: Stock market prices adjust to new information a few milliseconds faster than they otherwise might. The costs make for a longer list. One obvious cost is the instability introduced into the system when its primary goal is no longer stability but speed. Another is the incalculable billions collected by financial intermediaries. That money is a tax on investment, paid for by the economy; and the more that productive enterprise must pay for capital, the less productive enterprise there will be. Another cost, harder to measure, was the influence all this money exerted, not just on the political process but on people’s decisions about what to do with their lives. The more money to be made gaming the financial markets, the more people would decide they were put on earth to game the financial markets—and create romantic narratives to explain to themselves why a life spent gaming the financial markets is a purposeful life. And then there is maybe the greatest cost of all: Once very smart people are paid huge sums of money to exploit the flaws in the financial system, they have the spectacularly destructive incentive to screw the system up further, or to remain silent as they watch it being screwed up by others. The cost, in the end, is a tangled-up financial system” (LEWIS, Michael. *Flash Boys...*, cit., Epilogue).

⁵⁵ As discussões sobre a imposição de novos deveres ou de novas formas para o cumprimento de antigos deveres deve, necessariamente, considerar os custos e benefícios associados. Nesse ponto, lembro, por exemplo, das discussões travadas na CVM quando da aprovação do programa de RLP (Processo CVM nº SEI 19957.002097/2016-90) sobre o fracionamento do *tick-size* para permitir a melhora de preços diante de *spreads* fechados. Essa exigência acabou sendo revista em razão da constatação de que os benefícios do fracionamento do *tick-size* não seriam condizentes com os custos e esforços necessários para sua implementação.

mento, pode-se presumir que a chance de a cotação subir ou descer é de 50% – e, consequentemente, que investidores “ganhariam” e “perderiam” por conta desses descasamentos em proporções similares⁵⁶.

134. Diante do exposto, não me parece que o risco de o investidor ter o negócio mal executado é um problema que surge com a possibilidade de mercado internalizado ou, mesmo, que seja amplificado caso se passe a flexibilizar as regras que hoje não permitem a internalização pelo intermediário (sem o uso do *Retail Liquidity Provider* – RLP). O problema será, sim, amplificado se e quando houver competição entre ambientes. O que, mais uma vez, não pode ser visto como justificativa para restringir a concorrência. A solução, no caso, é amplificar a supervisão dos mercados e dos seus participantes.

135. Entidades organizadoras de mercado e intermediários já estão submetidos a uma série de deveres pela regulação brasileira⁵⁷. A inclusão da possibilidade de haver concorrência seria, então, um aspecto a ser considerado por eles para o cumprimento de seus

⁵⁶ Como notam Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten e Gabriel V. Rauterberg, “for many of the practices labelled as unfair by at least some commentators, retail investors in aggregate do not lose money from any given single exercise of the practice. Moreover each individual retail investor, and indeed each investor more generally, would typically be neither better nor worse off in terms of trading profits if the practice did not exist at all. This is because she engages in repeated transactions where she is affected by the practice and with each transaction she is as likely to benefit as to lose” (FOX, Merritt B.; GLOSTEN, Lawrence R.; RAUTERBERG, Gabriel V. *The New Stock Market...*, cit., p. 50).

⁵⁷ “Art. 4º [da Resolução CVM nº 35/2021]. O intermediário deve adotar e implementar:

I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto nesta Resolução; e

II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I”.

“Art. 101 [da Resolução CVM nº 135/2022]. As entidades administradoras de mercado organizado devem desenvolver e manter políticas e procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos claramente documentados e adequados e suficientes para:

I – garantir o cumprimento das obrigações previstas em lei, nesta Resolução e em outras normas editadas pela CVM;

II – identificar, mensurar, avaliar, monitorar, reportar, controlar e mitigar os riscos inerentes aos mercados administrados e às atividades desenvolvidas pela entidade administradora de mercado organizado, tais como os riscos regulatório, de crédito, de liquidez, operacional, estratégico e financeiro;

III – mitigar os efeitos de interrupções nos serviços e atividades de seus fornecedores e prestadores de serviços relevantes; e

IV – controlar os riscos de cada mercado administrado de forma segregada, bem como os riscos desses mercados considerados conjuntamente”.

deveres de monitoramento. Estes, como se sabe, concretizam-se principalmente pela instituição e manutenção de rotinas de supervisão, pensadas aprioristicamente à luz das respectivas circunstâncias concretas. E, num cenário de eletronificação, tudo deixa rastros.

136. Por consequência, em havendo a autorização para a internalização de ordens, o que se colocaria para entidades organizadoras de mercado e intermediários seria o dever de, no exercício de seu dever de monitoramento, analisar se suas rotinas de controle são suficientes em razão da possibilidade de concorrência.

137. Em suma, o que quis ressaltar nesses últimos parágrafos é que o fato de as coisas ficarem mais complicadas com concorrência não é justificativa razoável para que haja barreiras excessivas à inovação. Não seria verdadeiramente nada revolucionário, mas a adoção de um caminho já delineado, ainda que haja a necessidade de alguns ajustes. Como dito, entidades organizadoras de mercado e intermediários já estão submetidos a uma série de deveres que já obrigariam tais agentes a considerar adequadamente a concorrência no contexto do cumprimento de suas obrigações de supervisão.

VII. O USO DO MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO PARA INSTITUIR AMBIENTES DE NEGOCIAÇÃO

138. Se a regulação deve ser flexibilizada para permitir a internalização, cabe, agora, analisar que tipo de internalização deve ser admitida e como ela deve ser recepcionada pela regulação existente.

139. Como disse no início deste Parecer, entendo que o melhor caminho é fazer uso de figuras existentes. Nesse sentido, cabe assinalar que a Instrução CVM nº 461/2007 – hoje substituída pela Resolução CVM nº 135/2022 – já trazia uma série de figuras para tratar de mercados mais diversos, com diferentes ambientes de negociação, muito embora, ao longo desses anos, ainda não tenhamos observado, na prática, o aumento de diversidade.

140. A prática de internalização, sobretudo se feita de forma sistemática, pode e deve ser realizada em um mercado organizado. A Resolução CVM nº 135/2022 traz uma definição bastante ampla de mercado organizado: “ambiente físico ou sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros” (art. 2º, inciso VII).

141. O conceito de mercado organizado compreende bolsas e mercados de balcão organizados. O mercado de bolsa, por definição, é sujeito a uma série de regras bastante restritas que inviabilizam sua utilização para o desenvolvimento de novos ambientes de internalização. Mas o conceito de mercado de balcão organizado, como já tratado na regulação, é mais flexível e permite a organização de mercados bastante distintos, inclusive pela pluralidade de formas⁵⁸.

142. De plano, a utilização da figura do mercado de balcão organizado como ambiente de internalização demandaria a supressão ou flexibilização da vedação a que ações e outros valores mobiliários representativos de ações sejam simultaneamente negociados em mercados de bolsa e de balcão organizado⁵⁹. Essa vedação, vale destacar, é há muito objeto de críticas, por alegadamente consistir em uma injustificável barreira para a concorrência entre ambientes de negociação. A CVM pode, contudo, desejar que a concorrência entre ambientes abertos (*i.e.*, não internalizados) de negociação de ações continue podendo se dar somente entre bolsas, afastando a incidência da vedação somente para ambientes destinados à internalização de ordens.

143. Ao mesmo tempo, parece-me adequado que essa concorrência entre bolsa e balcão seja, ao menos em um primeiro momento, limitada a aspectos bem definidos. A definição normativa de melhor execução, para os investidores não qualificados, é focada, como visto, no custo total da operação (art. 35, § 1º, da Resolução CVM nº 35/2021). Parece-me, contudo, que essa comparação somente é adequada quando ambientes oferecem condições gerais comparáveis. Como, na sistemática do nosso mercado, o MRP tende a ser

⁵⁸ “Art. 142 [da Resolução CVM nº 135/2022]. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas:

I – como sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;

II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;

III – como sistema centralizado e bilateral de negociação, que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de valores entre contrapartes previamente habilitadas; ou

IV – por meio do registro de operações previamente realizadas”.

⁵⁹ “Art. 90 [da Resolução CVM nº 135/2022]. É permitida a negociação simultânea de valores mobiliários em mais de uma categoria de mercado organizado de valores mobiliários.

Parágrafo único. Exceto nas hipóteses previstas no art. 95, é vedada a negociação simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado de ações e outros valores mobiliários representativos de ações”.

visto como um mecanismo importante para investidores não qualificados, parece-me que a CVM pode exigir que os ambientes de internalização que venham a ser organizados como mercados de balcão organizado prevejam mecanismos de ressarcimento similares aos que a bolsa atualmente oferece.

144. De acordo com o Relatório ASA, a utilização de um mercado de balcão organizado para implementar estruturas de internalização dependeria de “interpretações pouco ortodoxas dos normativos, que buscam segregar entidades administradoras de mercado organizado de intermediários”⁶⁰.

145. De fato, por se tratar de ambiente administrado por um intermediário, um mercado de balcão organizado instituído para executar operações de internalização não poderia cumprir com dois dispositivos da Resolução CVM nº 135/2022 que buscam garantir a separação entre a entidade administradora de mercado e os participantes que nela operam. Refiro-me, em especial, aos arts. 28, inciso II⁶¹, e 152, parágrafo único, inciso II, “b”⁶², da referida resolução.

146. No entanto, é perfeitamente natural que uma abertura maior do mercado requeira uma revisão de certas regras. A discussão sobre uma possível nova abordagem da internalização passa, por óbvio, por considerações acerca de possíveis revisões nas normas da CVM que tratam da matéria, não havendo, portanto, nada de heterodoxo na discussão.

⁶⁰ Relatório ASA, p. 80.

⁶¹ “Art. 28. O estatuto social da entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer as regras relativas à composição e ao funcionamento do conselho de administração, observado o seguinte: [...]”

II – o mesmo participante ou entidade, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não pode manter vínculo com mais de um membro do conselho de administração.”

⁶² “Art. 152. As entidades administradoras de mercado de balcão organizado são dispensadas:

I – das limitações à aquisição de participação no capital social mencionadas nos arts. 44 e 45, observado o disposto no parágrafo único deste artigo [...]

Parágrafo único. A dispensa a que se refere o inciso I do caput depende: [...]

II – na hipótese do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de: [...]

b) mecanismos de segregação das atividades de que trata a alínea ‘a’ do inciso II deste parágrafo único, vedada a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado de balcão organizado e ao participante.”



147. Na verdade, uma solução que passe pelo novo uso de figuras já previstas na regulação – no caso, o mercado de balcão organizado – se apresenta como a forma mais segura de se testar novos ambientes de negociação no mercado.

148. Voltando aos dispositivos que, hoje, consistiriam em impeditivos para a constituição, por um intermediário, de um mercado de balcão organizado, entendo que, desde que tomados os devidos cuidados, a flexibilização dos dois dispositivos não deveria causar especial preocupação e não destoaria, de fato, da solução que a CVM costumeiramente dá quando se depara com situações semelhantes.

149. Com efeito, a CVM, no exercício de normatizar atividades reguladas, frequentemente se depara com a necessidade de reconhecer que um mesmo participante precisa desempenhar atividades potencialmente conflitantes⁶³. A solução, nesses casos, costuma ser exigir a adoção de mecanismos que segreguem tais atividades e que possibilitem que cada uma delas seja exercida com independência. Não há, penso eu, qualquer razão para que não se possa adotar solução similar em uma eventual reforma da Resolução CVM nº 135/2022 que venha a flexibilizar as vedações contidas nos arts. 28, inciso II, e 152, parágrafo único, inciso II, “b”, para os mercados de balcão organizado instituídos por intermediários para operar ambientes de internalização.

150. Em reforço a este argumento, cabe lembrar que as normas da CVM já impõem uma série de regras de conduta e requisitos de governança aos intermediários e aos administradores de mercados organizados. Os intermediários devem indicar diretores estatutários como responsáveis pelos controles internos e cumprimento das normas estabelecidas da Resolução CVM nº 35/2021⁶⁴. Já os administradores de mercados organizados devem contar com conselho de administração, comitê de auditoria, auditoria interna, diretoria geral, departamento de autorregulação, conselho de autorregulação e diretoria do

⁶³ Caso, por exemplo, do art. 27 da Resolução CVM nº 21/2021, que exige que a pessoa jurídica que administre carteira de valores mobiliários adote procedimentos operacionais para segregar essa atividade de outras atividades que também exerça.

⁶⁴ “Art. 5º O intermediário deve indicar:

I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 4º”.

departamento de autorregulação⁶⁵. Além disso, tais participantes precisam cumprir com diversas obrigações destinadas a garantir o gerenciamento de riscos, a segurança e a continuidade dos negócios.

VIII. CONCLUSÕES

151. Diante de todo o exposto neste Parecer, concluo que:

- (i) O Relatório ASA aponta algumas questões que não são afetas exclusivamente à internalização de ordens, mas a qualquer situação em que a liquidez é fragmentada (*i.e.*, em que há mais de ambiente no qual uma operação pode ser curçada). Além disso, para a apresentação da matéria, o Relatório ASA enuncia supostos problemas regulatórios que não são ínsitos à internalização, mas que se colocam somente em determinados modelos de internalização ou, ainda, em intensidades bastante diversas a depender da forma como a internalização é operacionalizada;
- (ii) Considerando a diversidade de princípios que a CVM tem de buscar promover em razão do disposto na Constituição Federal, na Lei nº 6.385/1976 e na Lei de Liberdade Econômica, deve haver um exercício de harmonização. E, nesse contexto, a inovação tem de ser obrigatoriamente compreendida como um elemento-chave para a expansão e desenvolvimento do mercado de capitais. No desenho regulatório atual, (i) não há a compatibilização adequada entre as finalidades do art. 4º da Lei nº 6.385/1976, com a criação de entraves injustificados para o desenvolvimento do mercado; e (ii) não há o respeito ao princípio de livre iniciativa, previsto na Constituição Federal (art. 170), e aos direitos de

⁶⁵ “Art. 20 [da Resolução CVM nº 135/2022]. A entidade administradora de mercado organizado deve contar com os seguintes órgãos:

I – conselho de administração;

II – comitê de auditoria, observado o disposto no inciso III do art. 152;

III – auditoria interna;

IV – diretoria geral;

V – departamento de autorregulação;

VI – conselho de autorregulação; e

VII – diretoria do departamento de autorregulação”.



desenvolvimento de atividade econômica, previstos na Lei de Liberdade Econômica (em especial, em seu art. 2º);

- (iii) Inexiste impedimento à adoção, no Brasil, de modelos de internalização similares aos que foram relatados nos países analisados no Relatório em razão da exigência de identificação do cliente final em conta de custódia. Há permissão para que as contas no depositário central sejam mantidas em nome do representante de investidor e o requisito de identificação do beneficiário final no depositário central não constitui óbice à internalização de ordens;
- (iv) Para um adequado resultado final, que harmonize os diferentes interesses em jogo, o Relatório ASA terá de considerar, para sua versão final, visões mais completas sobre os participantes do mercado, bem como sobre certos conceitos fundamentais, como liquidez – que precisa ser considerada em suas múltiplas dimensões – e eficiência. Visão completa, que enxerga a legitimidade dos diferentes interesses, como mais um fator que milita em favor de uma regulação que permita o surgimento de maior concorrência entre ambientes de negociação, inclusive por meio da internalização;
- (v) Eventuais problemas da execução de ordem de clientes por preços inferiores aos melhores disponíveis e outras questões similares não decorrem da existência de ambientes de internalização, mas da eletronificação do mercado. É um assunto que se coloca em qualquer cenário de concorrência entre ambientes de negociação. Como expliquei neste Parecer, é equivocado arguir-se violação aos deveres dos intermediários quando eventual descasamento decorrer da latência, independentemente de se tratar de uma ordem internalizada ou de uma ordem roteada para um determinado mercado (em um cenário em que há mais de um mercado apto a recepcionar uma oferta);
- (vi) Em matéria de proteção ao investidor, o que se deve compreender é que os administradores de mercados e intermediários devem adotar estruturas, inclusive (ou sobretudo) tecnológicas, que lhes permitam desempenhar suas funções de maneira eficiente e adequada. Isso, é claro, deve ser visto sob a lente da razoabilidade, com a aplicação dessa ideia para o cumprimento do dever geral de agir no melhor interesse do cliente e de seus conseqüentários, como o dever de



não privilegiar os próprios interesses ou de pessoas vinculadas em detrimento dos interesses do cliente e o dever de melhor execução; e

- (vii) A maneira mais adequada para a admissão da internalização de ordens no Brasil seria por meio do uso do mercado de balcão organizado. Desse modo, seria utilizada uma figura já existente na regulação brasileira, com a aplicação da Resolução CVM nº 135/2022. De toda maneira, para que isso possa acontecer, seria necessário suprimir ou flexibilizar a vedação a que ações e outros valores mobiliários representativos de ações sejam simultaneamente negociados em mercados de bolsa e de balcão organizado (art. 90, parágrafo único, da Resolução CVM nº 135/2022). Além disso, também seria necessária uma flexibilização das regras que buscam garantir a separação entre a entidade administradora de mercado e os participantes que nela operam (arts. 28, inciso II, e 152, parágrafo único, inciso II, “b”, da Resolução CVM nº 135/2022). Desde que feitas de modo cuidadoso, essas flexibilizações não deveriam causar especial preocupação e não destoariam, de fato, da solução que a CVM costumeiramente dá quando se depara com situações semelhantes.

É o Parecer.

São Paulo, novembro de 2024

Gustavo Machado Gonzalez