

São Paulo, 14 de novembro de 2024.

Este parecer constitui ponderações e comentários acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (AIR) sobre Internalização de Ordens, publicado em 9/5/2024 e tornado público pelo EDITAL DE TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS ASA/CVM Nº 01/24.

1. Problemas e Objetivos Regulatórios

A transparência, principalmente das ordens pré-negociação, é importante para promover a eficiência de mercado e a integridade do processo de formação de preço. Esse ponto foi amplamente abordado no relatório *Transparency and Market Fragmentation* (IOSCO, Nov/2001)¹. Apesar de ser um objetivo regulatório central, a transparência precisa ser considerada no contexto das necessidades dos investidores e do atendimento dos demais objetivos regulatórios². Assim, a proteção ao investidor, especialmente o de varejo, e a competição também são objetivos regulatórios importantes. Investidores precisam de opções para decidir por onde executam suas ordens, pois cada tipo de execução envolve riscos distintos. A eficiência operacional e a redução de custos também são obtidas por meio da competição.

Conforme o Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (“AIR”) sobre internalização de ordens, a infraestrutura atual de execução de ordens possui três formas de execução. A Primeira, Pregão Eletrônico, que ocorre em ambiente centralizado, multilateral e com transparência pré-negociação e pós-negociação (“pregão eletrônico”).

A Segunda, Oferta Direta, que é composta por uma oferta de compra e uma oferta de venda de determinado ativo ou derivativo registrada simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo participante, representando o cliente comprador e o cliente vendedor, que não possui transparência pré-negociação. Atualmente, o uso da Oferta Direta está restrito às ofertas desproporcionais, às operações estruturadas e às ofertas de correção de erros. O casamento (*match*) entre a oferta compradora e a vendedora da Oferta Direta ocorre fora do ambiente de bolsa e o preço é definido a partir do *spread* do pregão eletrônico, conforme regra específica (preço *pegged*), que garante a melhor execução.

¹ Transparency and Market Fragmentation. Report from the Technical Committee of the IOSCO. November 2001. “Market transparency – in essence, the widespread availability of information relating to current opportunities to trade and recently completed trades² - is generally regarded as central to both the fairness and efficiency of a market, and in particular to its liquidity and quality of price-formation.” (página, 3).

² “However, establishing market transparency standards is not straightforward. Although the importance of transparency to overall market efficiency and fairness is widely recognised, the interest of individual market participants and their customers in transparency levels varies. Wide availability of trading information may attract participation by some traders who might otherwise stay out of the market, but it may disincentives others - for instance, those interested in entering into larger trades or putting up capital to facilitate larger trades (who might see immediate disclosure as likely to turn the market against them)” (p. 5).

A terceira, Oferta RLP (“RLP”), que são ordens clientes (de compra e de venda) que têm como contraparte a carteira própria do intermediário, casadas fora do ambiente de bolsa, sem transparência pré-negociação e preço definido a partir do *spread* do pregão eletrônico, conforme regra específica, que garante a melhor execução.

Considerando a definição de internalização feita pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no AIR e os elementos não transparência pré-negociação e casamento das ordens em local distinto do pregão eletrônico da bolsa, a Oferta Direta e a Oferta RLP são exemplos de negociação não transparente oferecidas pelo mercado de bolsa. A primeira se assemelha aos *dark pools* e a segunda à internalização. O AIR reconhece a oferta RLP como internalização e a CVM busca mais elementos para formar sua decisão sobre ampliar a regulamentação de ambientes de internalização, oferecidos por administrador do mercado de bolsa e por intermediários, além do modelo da oferta RLP.

A execução de ordens em ambientes com transparência pré-negociação também está sujeita a risco de execução. Por exemplo, a oscilação de preços do ativo na negociação de lotes desproporcionais (grandes lotes) à liquidez existente no livro transparente. Investidores que executam grandes lotes levam tal risco em conta para não ter que alcançar liquidez nos níveis de preços mais abaixo. A volatilidade decorrente da execução do grande lote afeta todos que operam ou detêm o ativo em questão, inclusive o emissor do ativo.

Atualmente, as principais formas de enfrentar o problema de oscilação de preços na execução de grandes lotes é a execução via oferta direta ou fracionar o lote em partes menores e executá-las por meio de algoritmos TWAP/VWAP. No último caso há custos de transação relevantes.

A diferença de latência entre investidores também causa risco de execução. Investidores de resposta mais rápida obtêm informação de modo mais tempestivo e reagem antecipadamente. Muitas das vezes, a diferença de velocidade de reação perturba a obtenção do resultado financeiro das estratégias de execução de ordens de investidores relativamente mais lentos. Isso também acontece nas ofertas de investidores menos informados.

Esse é o problema que a internalização pode ajudar a minimizar.

Desse modo, considero que a CVM também precisa levar em conta esses riscos de execução na avaliação da regulamentação da internalização, especialmente porque tais problemas regulatórios estão ligados ao objetivo regulatório de proteção ao investidor.

O AIR trata da diferença entre a reação de investidores menos informados e mais informados e o consequente impacto dessa diferença na qualidade da formação de preço.

Os diversos perfis de investidores precisam de formas de oferta em ambientes de execução de ordens compatíveis com seus interesses e para minimizar o risco de execução. Há custos importantes para ser veloz e para se manter mais bem informado. Nesse sentido, investidores são heterogêneos e as opções de execução existentes ainda são limitadas para propiciar melhor gestão do risco de execução e custos mais eficientes.

Quando se tem poucas opções de execução de ordens e vários perfis de investidores, os mais aptos naquele contexto terão maior vantagem comparativa na obtenção de resultado. Assim, a ordem sem transparência pré-negociação é um dispositivo para minimizar o risco de negociação de determinados investidores (menos informados, relativamente mais lentos e os que precisam de execução com baixo impacto em preço).

Por um lado, ótica do mercado, a transparência pré-negociação é crucial para a melhor formação de preços. Por outro, do ponto de vista individual, especialmente os de varejo, o nível de transparência pode expor investidores ao risco de execução pela heterogeneidade de velocidade de reação. Esse problema regulatório é importante e coloca a regulação em um dilema importante, principalmente no contexto de atração de investidores de varejo para o mercado de capital.

Nesse contexto, não fazer nada em termos regulatórios significa manter um ambiente de execução de ordem não equitativo, considerando a heterogeneidade dos investidores, propiciando o melhor resultado para os mais velozes e bem-informados.

Há a opção do RLP para minimizar o problema, mas implica manter a cunha de custos do ambiente de bolsa na intermediação. Assim, o leque de opções para o gerenciamento do risco de execução ainda é restrito.

Diante disso, a solução regulatória precisa adicionar a proteção ao investidor como objetivo na avaliação da internalização, juntamente com a proteção da formação de preços e com a integridade de mercado. Os três elementos então em mesmo nível de importância. Essa é uma lacuna importante na análise do problema regulatório do AIR.

Há consenso entre a literatura acadêmica, os organismos internacionais e os reguladores dos principais mercados³ de que ambientes de negociação sem transparência pré-negociação (internalização e *dark pool*) afetam o processo de descoberta de preços e a liquidez.

Desse modo, como compatibilizar os objetivos de proteção de investidores menos informados com a boa formação de preços?

Entre os estudos que relacionam não transparência pré-negociação e melhor formação de preço de mercado, há concordância de opiniões de que a relação entre a internalização e a liquidez dos mercados totalmente transparentes não é linear. Assim, até um certo volume de internalização a relação é positiva e a liquidez cresce nos dois mercados. A partir de determinado limite de internalização, a relação tornar-se negativa e o aumento da liquidez não transparente começa a afetar a boa formação de preços de mercado.⁴ Esse ponto está destacado no AIR (p.59).

³ IOSCO. Principles for Dark Liquidity - Final Report. May 2011.

⁴ CFA Institute. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality. October 2012.

AQUILINA, Matteo et al, Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading. Financial Conduct Authority. Occasional Paper 29 August 2017.

O aumento da migração da execução de ordens de investidores menos informados para ambientes opacos, para gerenciar melhor o risco de execução, provoca a prevalência de investidores mais informados nos ambientes transparentes, diminuindo a liquidez a cada nível de preço e aumentando os *spreads*. Investidores informados exigem mais prêmio (*spread* maior).

Maiores *spreads* aumentam o custo de execução para todos os investidores nos ambientes transparentes e nos ambientes não transparentes.

O nível em que ocorre inflexão da relação, de positiva para negativa, varia nos diversos estudos e há consenso de que o mercado não transparente não pode prevalecer, com o risco de afetar a qualidade da formação de preços.

O ponto de inflexão também varia entre as distintas jurisdições e conforme o ativo.

Como os reguladores dos países lidam com os efeitos da presença de ambientes de negociação não transparentes nos seus mercados?

Primeiro ponto, nenhum regulador decidiu eliminar ambientes sem transparência pré-negociação. Certamente para não perder as vantagens da internalização, que, conforme as respostas do mercado durante a preparação do *Consultation Report Issues Raised Dark Liquidity*⁵, são as seguintes:

- Minimizar a dispersão da informação e proteger a estratégia de negociação;
- Facilitar a execução de grandes blocos com minimização de volatilidade;
- Assegurar melhor controle e velocidade da execução da ordem;
- Gerenciar a interação com algoritmos ou programas que tentam identificar (*sniff out*) as estratégias de negociação em mercados transparentes;
- Obter vantagem da regra de melhoria de preço; e
- Minimizar o custo de transação.

Segundo ponto, reguladores adotaram as seguintes medidas:

- Regulamentar a transparência pós-negociação, inclusive em relação ao roteamento de ordens entre ambientes distintos;
- Monitorar e avaliar a melhor execução, inclusive divulgação de estatísticas (na linha do que foi feito para o RLP), de modo a possibilitar a avaliação desse quesito pelos investidores;

Carole Comerton-Forde and Tālis J. Putniņš, Dark trading and price discovery, *Journal of Financial Economics*, volume 118, issue 1, October 2015, pp. 70-92.

ASIC, Australian securities & Investment Commission. REPORT 331 – Review of High-Frequency Trading and Dark Liquidity. October 2013.

SEC Release no. 34-61358, *Concept Release on Equity Market Structure*, January 2010.

⁵ IOSCO. Issues Raised by Dark Liquidity – Consultation Report. CR05/10 OCTOBER 2010.

- Estender o alcance das normas sobre conflitos de interesse para execução de ordens em ambientes opacos;
- Acompanhar quantitativamente a relação entre a participação da negociação não transparente no total de negociações do mercado e avaliar a partir de que ponto a formação de preços nos mercados transparentes fica afetada.

Nos casos constatados de que houve impacto na formação de preços, após avaliação quantitativa, as medidas tomadas pelos reguladores em relação aos mercados opacos foram as seguintes, as três primeiras foram utilizadas na regulamentação do RLP.

- Obrigação de melhoria de preços em relação ao *spread* de referência;
- Alterações no preço mínimo (*tick size*);
- Imposição de limite de volume negociado total e por ativo;
- Submissão da ordem à leilão aberto antes de encaminhá-la para a internalização.

Somente após a avaliação e a constatação de que o volume dos ambientes sem transparência afetou a boa formação de preço nos ambientes transparentes, a ação reguladora caminhou no sentido de reduzir a participação da negociação não transparente no total negociado pelo mercado para melhorar a formação de preço no mercado transparente, que na maioria dos casos é a base da definição de preços nos ambientes não transparentes. Não houve a proibição da negociação não transparente, sobretudo porque reguladores reconhecem os efeitos positivos da negociação opaca para ampliar as formas de execução de ordem, para ampliar a competição, para reduzir custo de transação dos investidores e para melhorar a eficiência operacional.

Assim, conforme as referências acadêmicas resumidas no capítulo 3 do AIR e experiência internacional apresentada no capítulo 6 do AIR, é possível que a internalização conviva com mercados de bolsa e que o regulador monitore o efeito dessa convivência sobre a formação de preços.

O AIR, na seção sobre problemas regulatórios, dá ênfase aos possíveis efeitos da internalização sobre a eficiente formação de preços e sobre a liquidez de mercado. Esses são elementos importantes ligados aos princípios transparência, eficiência de mercado e imparcialidade (*fairness*).

No entanto, o AIR não dá tanta ênfase na discussão da internalização como elemento para proteger investidores menos informados, investidores com maior latência no acesso ao livro de ordem e investidores de grandes lotes que fracionam a ordem original em ordens menores, para evitar a ação de outros investidores e flutuações de curto prazo no preço do ativo.

A não transparência pré-negociação é uma forma de proteção da execução dos investidores menos informados e mais lentos e adiciona valor ao mercado.

A visão da proteção ao investidor como objetivo regulatório deveria ser enfatizada no relatório, para que, a eventual regulamentação da internalização

também decorra da criação de diferentes opções de execução de ordens e, portanto, melhor gestão dos riscos de execução, especialmente para investidores menos informados.

Em resumo, considerando que os dois principais problemas regulatórios da internalização é a preservação da eficiente formação de preço e a ampliação das possibilidades de execução de ordens compatíveis com as necessidades dos investidores heterogêneos, o AIR poderia dar mais ênfase nos seguintes pontos:

- A importância da diversidade na oferta dos serviços de execução de ordens para dar mais opções de gerenciamento do risco de execução aos investidores. O AIR enfatiza somente a relação entre internalização e melhor formação de preço;
- A opção de reação gradual dos reguladores da equando constataram impacto na formação do preço e não a eliminação completa dos ambientes de negociação não transparentes;

A regulação da internalização implicará o balanço entre os objetivos de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados e de proteção dos investidores, pois será necessário avaliar e minimizar o impacto no processo de descoberta de preços decorrente do volume de negociação em diversos internalizadores⁶. Os dois objetivos têm a mesma importância e um não pode ser sacrificado em favor do outro. A experiência internacional apresentada no AIR mostra como as jurisdições lidaram com esse dilema mantendo os objetivos equilibrados. A experiência obtida na regulação da internalização por meio da oferta RLP também é outro importante exemplo a ser utilizado na eventual ampliação da regulação da internalização, pois alguns problemas regulatórios foram tratados.

A abordagem regulatória descrita no parágrafo anterior também está compatível com o *principle 1*⁷ dos *Principles for Dark Liquidity* da IOSCO, que estabelece que reguladores devem avaliar o custo e o benefício de ter negociação opacas nos mercados sob sua responsabilidade.

2. Internalização e Serviço de Contraparte Central

Considerando o cenário de ampliação da internalização, além do RLP, é necessário que a instituição internalizadora ofereça o serviço de contraparte central? A resposta depende do modelo de liquidação escolhido.

⁶ "...regulators seek to promote a trading system that fosters order interaction, takes into account the costs and benefits to investors of limited pre-trade disclosure and seeks to ensure that all investors, in particular retail investors, receive best execution. Regulators should thus continually monitor the use of dark pools and dark orders in transparent markets to consider whether there are potential risks to the price discovery process." IOSCO. *Principles for Dark Liquidity - Final Report*. May 2011, p.28.

⁷ "Principle 1: The price and volume of firm orders should generally be transparent to the public. However, regulators may choose not to require pre-trade transparency for certain types of market structures and orders. In these circumstances, they should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality."

Qualquer que seja o modelo de liquidação escolhido pelos internalizadores, há necessidade de existir a entrega contra pagamento para proteção do risco de principal.

Modelo 1

O internalizador contrata o serviço de liquidação do mercado de bolsa com contraparte central e, logo após o fechamento do negócio internalizado, o registro das duas pontas da operação é enviado para liquidação (os lados financeiro e entrega do ativo) no mercado de bolsa, que o tratará nos termos de seus regulamentos aprovados pelos reguladores⁸. Nesse modelo, os custos da liquidação com contraparte central e os custos de depositário central são adicionados aos custos do internalizador. Assim, a diferenciação de custos entre o mercado internalizado e o mercado de bolsa dependerá exclusivamente da eficiência de cada modelo de negociação, pois os custos da pós-negociação estão dados.

Modelo 2

O internalizador decide executar e oferecer o serviço de liquidação e, para aumentar eficiência, com liquidação defasada, multilateral e obrigatoriamente com contraparte central. Nesse modelo, os custos da internalização aumentam pela adição da liquidação ao ambiente do internalizador. As transferências de ativo permanecerão no depositário central, instituição distinta do internalizador, e o custo final da operação internalizada será acrescido dos custos dos serviços de depositário central. Esse modelo necessita de aprovação pelo Banco Cetral.

O 2º Modelo é caro, adiciona maior risco ao internalizador pela função de contraparte central e possui custo regulatório de aprovação e de supervisão importante. Além disso, haverá a necessidade de avaliação dos clientes sobre a gestão dos riscos financeiros do internalizador.

Modelo 3

O internalizador decide executar e oferecer o serviço de liquidação bruta e em tempo real. Conforme regulamentação (Res. BCB nº 304), esse é o modelo de liquidação que não precisa de contraparte central porque o *lag* de liquidação é inexistente e em caso de *default* o ativo retorna ao vendedor para iniciar outra negociação, com baixo risco de mercado devido ao *lag* de liquidação mínimo. Esse modelo é mais eficiente se houver o requisito de que os recursos e os ativos dos clientes estejam depositados no internalizador. Considerando o requisito de ser cliente do internalizador para utilizar a negociação internalizada, a liquidação total acontecerá nas contas do internalizador, de forma bilateral, a parte financeira e a parte de ativos, simplificando bastante a liquidação bruta e em tempo real.

A estrutura atual de contas individualizadas por investidor no depositário central, na forma de árvore, possibilita a implantação do 3º modelo, sem a necessidade do internalizador tornar-se depositário central.

⁸ Resolução BCB nº 304 de 20/3/2023 e Resolução CVM Nº 135 de 10/06/2022.

A maior vantagem do Modelo 3 é trazer a liquidação das operações internalizadas para D+0. Nos três modelos, mantêm-se a individualização de contas, do lado financeiro e do lado do ativo, no nível do investidor.

A internalização, inclusive com entrega e pagamento nos livros do internalizador, retira a maior parte dos custos cobrados no ambiente de bolsa, relacionados à negociação e à pós-negociação.

Considerando o Modelo 3, a liquidação bruta em tempo real (D+0) reduz significativamente o risco de mercado, pois o *lag* de liquidação diminuiu. Consequentemente, reduz a necessidade de aporte de garantias relacionadas à contraparte central e o ativo objeto da transação torna-se disponível para o comprador no intradia.

O Modelo 3 é muito relevante para reduzir custos para o investidor que executem ordens por internalizadores.

3. Oferta Direta

O modelo atual de oferta direta não possui transparência pré-negociação e se assemelha a um *dark pool*. A oferta direta destina-se à execução de negócios que precisam de coordenação antecipada entre a compra e a venda e, por isso, não possibilita a intervenção dos investidores que estão no livro de ofertas do mercado de bolsa. O preço é atrelado (*pegged*) aos preços do topo dos livros de oferta, garantindo a melhor execução. O RLP e a Oferta Direta são modelos de execução sem transparência pré-negociação.

Não há necessidade de rever a regulação e a autorregulação da oferta direta. O investidor pode reduzir o custo da execução por meio da escolha de por onde sua ordem é executada. Cada ambiente de execução possui risco de execução específico a ele atrelado e atende às diferentes necessidades dos investidores, inclusive a diferenciação de custo de execução. Nesse sentido, um mercado que possui diversas formas de execução é mais justo.

4. Pontos importantes a serem considerados na regulação com a internalização

O caminho normativo para ampliar a internalização não é complexo, pois implica ajustes somente em regulamentação de competência da CVM. Como destacado no AIR, a retirada das vedações previstas nos artigos 90 e 94 da Resolução CVM135 (“CVM135”) possibilita a internalização, que, no melhor modelo possível, aconteceria por meio de autorização do proponente como entidade administradora de mercado de balcão organizado.

Além disso, a experiência do RLP trouxe os elementos para a eventual ampliação da regulamentação da internalização.

Os seguintes temas são importantes para o regular funcionamento da internalização e já estão endereçados nas normas da CVM, o que reduz a complexidade da eventual ampliação da regulamentação sobre internalização:

conflito de interesse; melhor execução; transparência pós-negociação e autorregulação.

4.1 Conflito de Interesse

Há potencial de conflito de interesse quando o intermediário desempenha os papéis de agente (administrador da internalização) e de principal (cliente), especialmente, quando o modelo de internalização é desenhado sem transparência pré-negociação e o internalizador é contraparte das ordens internalizadas. Nessa situação, o intermediário possui vantagem informacional em relação aos seus clientes e deve cuidar para que não haja exploração do conflito.

No entanto, esse problema é inerente à intermediação e não surge com a internalização. Nesse sentido, a Resolução CVM Nº 35 (“CVM 35”) definiu que intermediários não devem privilegiar seus interesses em detrimento dos interesses de clientes e devem possuir regras e controles internos para evitar a exploração do conflito.

Os aspectos de segregação da informação também são importantes para evitar que áreas de negócio do intermediário não relacionadas à internalização tenham acesso ao fluxo de ordens de clientes. Nesse aspecto, o Capítulo 12 da CVM 35 também relaciona as obrigações dos intermediários sobre informações de clientes.

Considerando que, na eventual ampliação da regulação sobre internalização, tal função será exercida sob o intermediário, os dispositivos da CVM 35 sobre conflitos de interesses alcançarão os processos de internalização, inclusive as normas de conduta.

Além dos dois diretores responsáveis previstos na CVM 35, a eventual regulação da internalização como mercado de balcão organizado trará o diretor de autorregulação como terceira linha de defesa para esse problema.

4.2 Melhor Execução

Na maioria dos modelos de internalização, a regra de definição de preço é utilizar os *spreads* de preços médios dos mercados de bolsa como referência e consolidá-los em base única para distribuição ao mercado. Apesar de ser mais eficiente que a base consolidada de preços seja elaborada, autorregulada e mantida pelas instituições de mercado envolvidas, é importante que o regulador acompanhe e aprove o modelo definido, levando em conta o disposto no Art.78 da CVM 135 e o princípio 18 sobre acesso às infraestruturas de mercado do *Principles for financial market infrastructures. BIS/IOSCO, april/2012.*

“Art. 78. As contraprestações estabelecidas pela entidade administradora de mercado organizado devem ser razoáveis e proporcionais aos serviços prestados, não podendo se constituir em mecanismo de indevida restrição ao acesso aos mercados por ela administrados.”

A base consolidada de dados é a referência para cumprimento e avaliação da melhor execução, conforme estabelecido nos Art.20 e Art.21 da CVM 35, e, por isso, elemento necessário para a internalização.

O controle da latência de elaboração e de comunicação da base consolidada é importante, pois influencia a melhor execução. A diferença de latência entre investidores não é algo decorrente da internalização. Esse problema é semelhante à situação dos investidores com mais latência em relação aos investidores que operam por meio de algoritmos localizados próximo do local de processamento do mercado de bolsa.

4.3 Transparência pós-negociação

A transparência tempestiva pós-negociação é importante para os investidores, que executaram suas ordens no ambiente internalizado, avaliem o resultado da execução e se houve indícios de conflitos de interesse na execução. Por exemplo, mais latência na execução da ordem devido ao roteamento para terceiros em decorrência do acordo de venda de fluxos de ordem. Assim, é importante avaliar se os interesses da carteira própria prevalecem em relação aos dos clientes, materializando a exploração do conflito de interesses.

O internalizador deve informar os clientes sobre critérios de acesso, tipos de ordens, desenho operacional e o roteamento de ordens para outro internalizador (como a ordem foi executada), políticas sobre prioridade de execução e tempo de execução das ordens.

O Art.39 da CVM 135 define as informações que devem ser divulgadas pelo mercado organizado e o Art. 40 estabelece que a política de divulgação de informações deve ser aprovadas pela CVM.

A qualidade da execução via internalização é medida com a divulgação periódica das estatísticas sobre a quantidade de ordens executadas no *spread* da base consolidada, acima e abaixo do *spread*. Esse tipo de estatística consta do manual do RLP aprovado pela CVM.

A existência de mais de um local de execução de ordens fragmenta a liquidez e as informações a ela relacionadas, pré-negociação e pós-negociação, e, por isso, precisam ser consolidadas para minimização de custo e simplificação das consultas.

Esse aspecto está coberto na CVM 135 e atende o *Principle 2* do *Dark Pool Principles - final report* da IOSCO.⁹

5. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”)

⁹ “*Principle 2: Information regarding trades, including those executed in dark pools or as a result of dark orders entered in transparent markets, should be transparent to the public. With respect to the specific information that should be made transparent, regulators should consider both the positive and negative impact of identifying a dark venue and/or the fact that the trade resulted from a dark order*”

A experiência internacional de uso de fundos para proteção financeira de investidor restringe-se às situações de *default* da instituição financeira, na qual os recursos e os ativos dos clientes estavam mantidos. São exemplos desses fundos: *Financial Services Compensation Scheme* (FSCS, No Reino Unido); *Canadian Investor Protection Fund* (CIPF, no Canadá) e *Financial Claims Scheme* (FCS, na Austrália).

A situações acima é semelhante ao previsto na CVM 135, sobre liquidação extrajudicial de instituições financeiras pelo Banco Central do Brasil e demais hipóteses de liquidação previstas na Lei, em que os recursos monetários de clientes mantidos na instituição liquidada tornaram-se indisponíveis.

O melhor caminho para a regulação de internalizadores é considerá-los como instituições de mercado de balcão organizado. Apesar do artigo 155 da Resolução CVM 135 não obrigar a existência de MRP nessa modalidade de mercado, clientes de internalizadores estão sujeitos a eventuais prejuízos decorrentes de ação ou omissão do intermediário no recebimento, no roteamento e na execução de ordens fora do ambiente de bolsa. Como o princípio da proteção do cliente advém do tipo de relação entre cliente e intermediador e não do ambiente pelo qual as ordens são roteadas e executadas, é lógico e necessário que o MRP também se aplique ao modelo de internalização, para manter a equidade na proteção de clientes.

Todos os intermediários que participam do mercado de bolsa brasileiro contribuíram para o MRP e poderiam utilizar tais recursos para ressarcir investidores prejudicados. Assim, é ineficiente criar outro Mecanismo.

O prejuízo a investidores pode ter se originado em alguns processos de trabalho da corretora que são transversais (cadastro, *suitability*, gestão de riscos, segurança da informação, por exemplo) e, portanto, não faz sentido avaliar a situação de acordo com o tipo de ambiente de exceção. Também não é eficiente receber e analisar os pedidos de ressarcimento em duas entidades diferentes, pois pode gerar falta de padronização do tratamento dado. É ineficiente criar duas entidades de análise e julgamento dos pedidos.

6. Autorregulação

Sendo autorizado como administrador de mercado autorizado, o internalizador deverá dispor de estrutura de autorregulação, de acordo com o Capítulo 5 da CVM 135.

No entanto, o Capítulo 5 é construído a partir da ideia de participante, que desempenha a função de *gatekeeper*. No modelo de internalização haverá relacionamento direto do internalizador com seus os clientes.

Assim, talvez não faça sentido manter as atribuições de *enforcement* prevista da CVM 135 contra clientes. No entanto, faz sentido manter todas as atribuições de supervisão e de *surveillance* sobre clientes.

Atenciosamente,

DocuSigned by:



Marcos José Rodrigues Torres