

Rio de Janeiro, 18 de novembro de 2024.

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro

20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

At.: Sr. Bruno Barbosa de Luna

Email: asa@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 – Levantamento de informações, qualitativas e quantitativas, acerca do tema “internalização de ordens” para eventual aprimoramento da concorrência entre ambientes de negociação

Por meio da presente manifestação (“Manifestação”), a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XP”) **submete a** esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) **suas sugestões e comentários ao** Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (“Edital”), que busca colher informações sobre as consequências da implementação de mecanismos de internalização de ordens para a qualidade do mercado de negociação de valores mobiliários brasileiro, tendo em vista o estudo parcial a respeito do tema realizado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (“ASA”) a partir da metodologia de análise de impacto regulatório em maio de 2024 (“AIR Parcial”).

I. Reflexões iniciais

1. A XP inicia a presente Manifestação cumprimentando esta Autarquia por sua iniciativa de, por meio da ASA, dar sequência ao debate com os participantes do mercado a respeito do aprimoramento da estrutura regulatória referente aos mecanismos de internalização de ordens.

2. Esta Manifestação está dividida em 7 (sete) partes, sendo elas (i) esta introdução, (ii) um panorama sobre a tendência global de descentralização da negociação de valores mobiliários, (iii) uma recapitulação do processo que culminou na Oferta RLP, que pavimenta o caminho para a internalização de ordens, (iv) uma análise acerca da

internalização de ordens e suas consequências para a qualidade do mercado, (v) uma sugestão de eventual tratamento regulatório do internalizador de ordens como entidade administradora de mercado organizado de balcão, (vi) respostas objetivas às indagações presentes no Edital, e (vii) uma conclusão.

3. Relembre-se que com essa tomada de subsídios a CVM honra o compromisso assumido no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2019¹ e, pavimentando o caminho para o futuro do nosso ecossistema financeiro, traz à tona uma pauta que, apesar de sensível, pois afeta interesses econômicos divergentes, já está há tempos madura para ser discutida, agora sob uma nova luz e a partir de uma vivência mais atual do nosso mercado.

4. Discussões sobre a internalização de ordens não são recentes na Autarquia, e remontam à Audiência Pública SDM nº 06/07, que deu origem à Instrução CVM nº 461, de 23.10.2007 ("Instrução CVM 461"). Na ocasião, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM") abriu portas para uma futura discussão sobre os benefícios da internalização de ordens e sua potencial implementação no Brasil².

5. À época, a SDM ponderou que ainda não estaria claro, nos países que já haviam adotado a prática de internalização de ordens, as consequências e benefícios advindos dessa escolha³. Além disso, naquela ocasião, a SDM destacou duas questões que representariam entraves operacionais à implementação da internalização de ordens: (i) ainda não havia mecanismos que centralizassem e consolidassem as informações relativas às ofertas inseridas e aos negócios realizados nos diferentes mercados de valores mobiliários, e (ii) tampouco havia uma disciplina mais detalhada sobre o dever de melhor execução para os intermediários⁴.

6. Mas os tempos mudaram – e a CVM acompanhou essa evolução. Hoje, ambos os empecilhos estão superados, tendo sido objeto de decisões regulatórias pela Autarquia: *"i) a CVM optou por não regulamentar a questão dos consolidadores de dados por avaliar e entender que os requisitos mínimos de eventual fita consolidada utilizada pelos*

¹ Conforme exposto no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 9/19, p. 79.

² O AIR Parcial define internalização de ordens como "a interposição, por parte de um intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços." (AIR Parcial, p. 6-7). Por esta definição, seriam permitidas pela regulação brasileira algumas formas de internalização de ordens. Contudo, como reconhece o AIR Parcial, "a prática de internalização de ordens fora dos procedimentos específicos de negociação em mercado organizado aprovados pela CVM remanesceu vedada mesmo após a Audiência Pública SDM 09/2019, a qual culminou na atual Resolução CVM 135, e assim permanece desde então." (AIR Parcial, p. 6).

³ Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/07, p 14.

⁴ Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/07, p 14-15.

intermediários podem ser estabelecidos pela autorregulação e que a regulamentação da atividade pela CVM, poderia dificultar o surgimento de soluções de mercado e a oferta desse serviço pelos interessados; e que ii) existe agora regulamentação formal para o dever de melhor execução dos intermediários, previsto na Resolução CVM 35.”^{5/6}.

7. O cenário global também mudou, e o momento atual se mostra oportuno para o debate sobre a internalização de ordens. Ao contrário de quando foi realizada a Audiência Pública SDM nº 06/07, hoje já há uma multiplicidade de jurisdições ao redor do mundo adotando a internalização como mecanismo essencial para fomentar a competição e fortalecer a liquidez.

8. A XP, juntamente com o BTG Pactual, contratou estudo da empresa de consultoria especializada Accenture Global Strategy **para analisar o tema (“Estudo Accenture”), além de dois pareceres técnicos de renomados especialistas no tema, para verificar se suas convicções estariam contaminadas por seus interesses comerciais mais imediatos, ou se estavam realmente baseadas no que é o melhor para o mercado no longo prazo. Um dos pareceres foi elaborado pelo ex-Diretor da CVM, Gustavo Machado Gonzalez (“Parecer Gustavo Gonzalez”), que abordou as questões jurídicas relacionadas à internalização de ordens no Brasil e concluiu que a legislação vigente não impede a adoção de tais práticas. O outro foi produzido por Marcos José Rodrigues Torres (“Parecer Marcos Torres”), ex-Diretor de Autorregulação da B3, que abordou os aspectos operacionais e de autorregulação envolvidos na prática da internalização, comparando-a com as experiências em outras jurisdições.**

9. O Estudo Accenture, por sua vez, focou na obtenção de dados quantitativos e qualitativos sobre o tema, e forneceu uma base comparativa robusta sobre a experiência de outras jurisdições com a internalização⁷. Tal estudo revelou que as jurisdições que buscaram fomentar a competição entre ambientes de negociação e abriram caminho para

⁵ Edital, p. 2.

⁶ Especificamente com relação ao dever de melhor execução, a regulação emitida pela CVM caminhou bem ao estabelecer uma obrigação essencialmente de meio do intermediário, sem exigir que ele alcance certo resultado pré-determinado. Uma exigência nesse sentido engessaria demasiadamente a atuação do intermediário, que se veria limitado a cumprir critérios eventualmente estabelecidos na regulação, e não teria margem para perseguir novas soluções que poderiam ser mais benéficas para os clientes, por receio de o regulador entender que se estaria desviando excessivamente dos critérios pré-estabelecidos.

⁷ Em síntese, o Estudo Accenture concluiu que: “The findings from developed markets suggest that trade internalisation could offer substantial benefits to the Brazilian market, improving liquidity, reducing volatility, and enhancing price discovery. While regulatory concerns around transparency and oversight are legitimate, these risks can be mitigated through enhanced post-trade transparency and other safeguards. By allowing internalisation in a structured manner, Brazil stands to enhance its market competitiveness and provide welfare benefits to both retail and institutional investors.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 9).

a internalização de ordens não só mantiveram a integridade de seus mercados, como experimentaram um crescimento sólido na capitalização total de mercado no período entre 2018 e 2024. Isso é verdade tanto para países desenvolvidos, quanto emergentes.

10. Essas experiências enriqueceram o debate e forneceram dados que traduzem uma realidade concreta: enquanto muitos mercados floresceram, o Brasil, ao hesitar, registrou uma queda de 10% na capitalização de mercado no mesmo período de 2018 e 2024⁸. O Brasil não pode mais se dar ao luxo de ficar à margem dessas transformações. Estamos, sem dúvidas, prontos para dar o próximo passo⁹.

11. Afinal, em nosso país vige a livre iniciativa. A Constituição Federal não deixa dúvidas sobre a importância desse pilar do Estado brasileiro, que consta no art. 1º, inciso IV da Constituição¹⁰, e também se faz presente setorialmente na seção voltada à ordem econômica e financeira (art. 170, *caput*¹¹), o que reforça o seu papel orientador da política econômica¹².

12. A liberdade de iniciativa configura a projeção da liberdade individual no plano da produção, circulação e distribuição de riquezas, garantindo a livre escolha das atividades econômicas e dos processos ou meios julgados mais adequados à realização dos fins almejados¹³.

⁸ "While developed markets like the U.S., Canada, and South Korea experienced solid growth in total market capitalization between 2018 and 2024, Brazil saw a decline of 10% over the same period. This represents poor performance, even when compared to other emerging markets such as Mexico and South Africa, which reported growth of 31% and 15%, respectively." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 37).

⁹ O fomento ao crescimento do mercado de capitais brasileiro, por meio exemplificativamente da permissão à internalização de ordens, também é essencial para se buscar reverter o processo recentemente observado de abertura de capital por companhias brasileiras em jurisdições estrangeiras, notadamente na norte-americana, como explica o Estudo Accenture: "***we could see a recent trend of Brazilian companies looking to more developed markets for public listings, seeking higher valuations. In the past six years alone, 38 Brazilian companies have conducted Initial Public Offerings (IPOs) or follow-ons in the American market, raising approximately \$172 billion. This factor alone could have shifted Brazil's total market capitalization from a 10% decline to a slight increase.***" (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 38).

¹⁰ **Constituição Federativa.** "Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: [...] IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa [...]" (Grifou-se).

¹¹ **Constituição Federativa.** "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: [...]". (Grifou-se).

¹² EIZIRIK, Nelson. Parecer 22. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Estudos de direito empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 417.

¹³ REALE, Miguel. O plano Collor II e a intervenção do Estado na ordem econômica. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Vol. 54/2011. Out-Dez/2011, versão eletrônica, p. 1.

13. Com a promulgação da Lei da Liberdade Econômica, a premissa de que o Estado só deve intervir quando estritamente necessário foi cristalizada^{14/15}. Trata-se do reconhecimento de que a economia precisa de liberdade para crescer, inovar e, acima de tudo, competir.

14. Nesse sentido, o Parecer Gustavo Gonzalez **explica que** *“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”*¹⁶.

15. É por essa mesma razão que a Lei da Liberdade Econômica reconhece que as normas infralegais podem se tornar desatualizadas em face do desenvolvimento de novas tecnologias, ocasião em que, observadas as regras específicas, o particular poderá operar, desenvolver, executar e comercializar novos produtos ou serviços¹⁷.

16. No âmbito do mercado de capitais, a regulação deve priorizar a autonomia dos agentes privados, assegurando a criação de um ambiente institucional que promova a capacidade de escolha informada dos investidores e incentive o empreendedorismo. Ao proporcionar liberdade dentro de limites estabelecidos, espera-se que a liquidez dos ativos aumente, o processo de formação de preços seja aprimorado e a alocação de recursos se torne mais eficiente.

17. Nesse espírito, é essencial que as decisões regulatórias da CVM sobre internalização de ordens sejam tomadas à luz do princípio da livre iniciativa, profundamente enraizado na Lei da Liberdade Econômica. Em outras palavras, qualquer limitação à liberdade dos particulares de empreendimento, desenvolvimento e inovação no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro só pode ser cogitada diante da

¹⁴ **Lei da Liberdade Econômica.** “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal.”

¹⁵ **Lei da Liberdade Econômica.** “Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; II - a boa-fé do particular perante o poder público; III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas; e IV - o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado.” (Grifou-se).

¹⁶ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 20.

¹⁷ **Lei da Liberdade Econômica.** “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: [...] 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”.

apresentação de fatos concretos e robustos que a justifiquem, e não a partir de meras especulações ou abstrações.

18. E, como se verá ao longo desta Manifestação, os dados quantitativos e qualitativos, colhidos a partir da consolidada experiência internacional, apontam que os benefícios da internalização de ordens superam em muito os riscos abstratos frequentemente associados a essa prática. Dessa forma, na visão da XP, não existe mais qualquer fundamento que poderia justificar a vedação à internalização de ordens em nosso mercado.

19. Vale destacar desde já que a CVM autorizou práticas semelhantes à internalização de ordens, como, **por exemplo, a oferta Retail Liquidity Provider (“Oferta RLP”)** e as ofertas diretas, nas quais os intermediários atuam como contraparte direta dos fluxos de ordens de varejo. Ao autorizar essas modalidades de negociação, a Autarquia reconheceu que os intermediários podem agregar liquidez e melhorar as condições de execução para os investidores. O mesmo raciocínio deve ser aplicado à internalização fora do ambiente de bolsa.

20. Aqui vale anotar que, como a própria B3 S.A. – **Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”)** já muito bem observou, há determinadas situações em que no ambiente de bolsa as condições de negociação e liquidez oferecidas não são suficientes para atender às necessidades do mercado. Nesses casos, a internalização de ordens representa uma solução legítima e benéfica para o mercado:

“Apesar dessa premissa, em determinadas situações, as condições de negociação e a liquidez presentes no livro podem não atender totalmente às necessidades dos investidores, justificando-se, em tais casos, o fechamento de ofertas fora do livro central, com o posterior registro da oferta direta.”¹⁸ (grifou-se)

21. Como se verá com maiores detalhes mais adiante, a B3 também sempre elogiou os benefícios advindos da Oferta RLP, reconhecendo que esse mecanismo trouxe melhorias ao mercado em termos de liquidez e de incentivo ao aumento da base de clientes.

¹⁸ Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3, em 19.12.2018, p. 5.

II. O movimento global de descentralização da negociação de valores mobiliários

22. O movimento global em direção à descentralização do mercado de valores mobiliários, acompanhado pela progressiva fragmentação do mercado¹⁹, surgiu com o objetivo de atender os distintos interesses e necessidades dos diferentes perfis de investidores²⁰. Isso foi possibilitado especialmente devido à revolução tecnológica que permitiu uma comunicação eficiente e, por meio dela, a integração entre múltiplos ambientes de negociação²¹. Acompanhando essa evolução da tecnologia, diversos países começaram a realizar reformas regulatórias para permitir a execução de ordens fora das bolsas tradicionais, seja em ambientes alternativos de negociação, seja mediante internalização de ordens²².

¹⁹ "Fragmentação pode ser definida como a divisão do fluxo de ordens entre dois ou mais mercados, podendo existir externamente entre diferentes bolsas ou sistemas de negociação, ou internamente quando os participantes do mercado casam ordens de forma direta, sem passar pelo order book das bolsas e dos sistemas organizados de negociação. A fragmentação externa pode ocorrer também no plano internacional, quando as ordens se dispersam em mercados para o mesmo ativo em diferentes países. Assim, o oposto da fragmentação seria a consolidação dos mercados para um determinado ativo". (RODRIGUES, Euchéio Lerner. **Segmentação, Fragmentação e Composição de Ordens no Mercado de Capitais Brasileiro: Os Efeitos da Listagem de Ações de Empresas Brasileiras No Mercado Norte-Americano Através de Recibos de Depósito de Ações**. Tese (Doutorado). COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1999, p. 11).

²⁰ "Markets fragment because traders are not all identical and because their trading problems differ considerably. Some market structures therefore better serve the needs of some traders than other market structures do. Consequently, identical instruments — and very similar instruments — may simultaneously trade in multiple market centers." (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 530). Desenvolvendo quais seriam os diferentes interesses dos investidores, o mesmo autor explica: "Markets fragment because the trading problems that traders solve, differ. Different market structures serve some traders better than others. Markets fragment when, for enough traders, benefits from differentiation exceed benefits from consolidation. Some traders are small and unconcerned about the price impacts of their trades, while other traders are large and very concerned about front running. Small traders prefer market structures that widely expose their orders so that everyone can see and react to them. Large traders prefer market structures that allow them to control how and to whom their orders are exposed. Some traders are well informed about fundamental values and therefore very concerned about revealing their information, while others are relatively uninformed and very concerned about minimizing transaction costs. Uninformed traders prefer markets where they can be identified and given better prices. Informed traders prefer consolidated markets with anonymous trading so that they can hide in the order flow. Some traders are impatient to trade and therefore willing to pay for liquidity, while others are patient and willing to wait for their price. The former prefer quote-driven markets, while the latter prefer order-driven markets. Notwithstanding these differences, all traders appreciate the benefits of consolidation. Traders often trade in markets that they do not like simply because those markets are most liquid. Conversely, no market will attract and keep liquidity if it does not provide good service to many traders. Competition among market structures generally reveals the market structures that best serve various types of traders." (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 539-540).

²¹ "New trading systems have proliferated largely due to advances in communications and computing technologies. New communications technologies have given traders instantaneous presence in markets that they formerly could not attend. [...] New computing technologies therefore have allowed market centers to lower the costs of existing services in addition to providing new services." (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 524-525).

²² Como salienta Larry Harris, a imposição pelo regulador de um mercado consolidado "risk choosing the wrong market structure or stifling innovation. When regulators consolidate by fiat, they have to determine what structure to use and when to change it as new technologies and demands for service emerge. Should the consolidated system enforce strict price-time precedence, as the Tokyo Stock Exchange does? Open-outcry futures markets generally do not. Should the consolidated system display all orders, as the CATS system in Toronto does? Most trading systems do not." (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 529). Por outro lado, "[w]hen traders choose where they trade, the competition for their orders helps reveal the market structures that best serve them. This competition occasionally fragments the market as innovative systems take order flow from incumbent systems.

23. A eliminação das barreiras regulatórias à constituição de múltiplos ambientes de negociação atraiu, de forma natural, as ordens dos investidores, promovendo a fragmentação das negociações entre variados espaços competitivos²³.

24. Tais transformações levaram os reguladores de diversos mercados internacionais a buscarem um ambiente que potencializasse os benefícios da concorrência, e ao mesmo tempo garantisse uma estrutura que atendesse aos diferentes tipos de demandas no mercado^{24/25}.

25. A título de comparação, o Brasil é o 14º (décimo quarto) maior mercado do mundo em termos de *market cap* das empresas listadas. Desses 14 (quatorze) maiores mercados, apenas o Brasil e a Índia não permitem a internalização de ordens (ao menos

[...] *Regulators can help ensure that competition reveals the best market structure by helping disseminate reliable and unbiased information about competing market structures. Such information makes it easier for traders to switch to better trading systems as they become available*" (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 530).

²³ "A fragmentação consiste na existência de diversos mercados de valores mobiliários em funcionamento no mesmo contexto econômico, estabelecendo-se concorrência entre diferentes plataformas de negociação. Basta pensar no exemplo americano, em que as companhias e os participantes do mercado podem atuar em diversas bolsas simultaneamente. A fragmentação pode trazer benefícios aos investidores. Os principais são a potencial redução dos custos de negociação – fruto da concorrência e a possibilidade de satisfação de necessidades específicas de investimento." (TANNOUS, Thiago Saddi. Regras de proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro: interpretação e efetividade. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 59).

²⁴ Isso já era verdade em 2013: "In several IOSCO member jurisdictions today, there is substantial competition among trading venues. Indeed, several IOSCO members have sought to develop a market structure that promotes competition (and the associated benefits), which has led to a certain level of fragmentation in some jurisdictions. At the same time, they also seek to promote a market structure that minimises the potential negative effects of fragmentation on market integrity and efficiency, price formation, and best execution. An appropriately balanced market structure provides for strong investor protection, fair and efficient capital markets, a strong level of confidence in those markets, and enables businesses to raise capital for the benefit of the overall economy." (IOSCO. **Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, 2013**, p. 19. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>. Acessado em 07.10.2024).

²⁵ Com as adequadas balizas regulatórias, os investidores conseguem aproveitar ao máximo dos benefícios da fragmentação de mercado, evitando-se potenciais externalidades negativas: "Market diversity, however, does not necessarily imply inferior price formation and high transaction costs. Traders can obtain the benefits of consolidation in fragmented markets when information flows freely between market fragments, and when some traders can choose which fragment in which to trade. These two conditions are sufficient to coalesce a fragmented market into a unified complex of diverse segments. The first condition ensures that traders know what is happening in each market segment. The second condition ensures that some traders can act on that information when prices or liquidity conditions diverge. Three mechanisms consolidate a fragmented market. First, within each market segment, traders adjust their orders to reflect information that traders reveal in other segments. These adjustments cause prices to reflect information from all segments. Second, some traders route their orders to market segments where they expect to obtain the best prices. Traders who demand liquidity route their orders to segments that are currently most liquid. Traders who supply liquidity route their orders to segments with the greatest current demands for liquidity. These order-routing decisions help balance the supply and demand for liquidity in all market segments. Finally, arbitrageurs specialize in moving liquidity among market segments. They trade whenever prices in one segment are inconsistent with prices in another segment. Their trading enforces the law of one price across market segments as they connect buyers in one segment to sellers in another segment." (HARRIS, Larry. **Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners**. New York: Oxford University Press, 2003, p. 533-534).

em seus moldes clássicos), embora a Índia também possua discussões regulatórias em andamento sobre o tema²⁶.

26. Os Estados Unidos da América ("EUA"), que iniciaram a tendência à descentralização, realizaram esforços para superar o seu antigo sistema de mercado que era centralizado em poucos ambientes de negociação, conscientes de que atividades oferecidas pelos incumbentes eram onerosas e insuficientes para satisfazer as exigências de seus investidores. Isso, por sua vez, levou à constatação de que algumas estruturas de mercado poderiam ser mais apropriadas do que outras, a depender das circunstâncias.

27. Enquanto alguns investidores priorizam a velocidade de execução, outros valorizam mais a transparência, o que os motiva a escolher um ou outro determinado sistema de negociação²⁷.

28. Com o objetivo de fomentar a concorrência, as reformas regulatórias promovidas pela **Securities and Exchange Commission ("SEC")**²⁸ possibilitaram a evolução do mercado norte-americano, culminando no surgimento de novos sistemas de negociação, como a **National Association of Securities Dealers Automated Quotation ("NASDAQ")** em 1971, que se apresentou como uma alternativa competitiva à New York Stock Exchange ("NYSE").

29. Ao eliminar barreiras regulatórias, o regulador americano permitiu que a concorrência fosse vista como uma estratégia essencial para aumentar a eficiência e qualidade do mercado, promovendo simultaneamente a expansão dos diversos centros de negociação.

30. Até os anos 1970, investidores nos EUA eram limitados a um único ambiente de negociação. Com as alterações introduzidas pelos *national market system amendments*, a SEC passou a promover um cenário com múltiplos mercados concorrentes, tornando essencial que os investidores tivessem acesso a informações claras, podendo escolher o

²⁶ Os 12 (doze) países/conjuntos de países remanescentes e que permitem a internalização de ordens são: Estados Unidos, União Europeia, China, Japão, Reino Unido, Canadá, Arábia Saudita, Taiwan, Austrália, Coreia do Sul, Emirados Árabes Unidos, e Hong Kong.

²⁷ NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 38.

²⁸ "The study indicates that an increase in trade internalisation (or dark trading) across international exchanges is generally associated with improvements in key market metrics. Regulation has therefore accommodated the growth of dark trading alongside the lit exchanges to attract different segments of investors. For instance, the SEC recognises that regulation should accommodate market innovation and "not stifle innovation" (Macey and O'Hara, 1999, p. 23)." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 103).

melhor local para enviar suas ordens, seja no mercado tradicional, em mercados alternativos ou em plataformas de internalização²⁹.

31. O regulador americano atualmente aponta que a concorrência entre múltiplos ambientes de negociação cria um “mercado ótimo”, do qual a internalização de ordens é parte fundamental³⁰. Nesse contexto, os intermediários podem competir com base em cotações públicas e na qualidade dos serviços, e se comprometer a buscar a melhor execução para os investidores, alinhando suas estratégias de internalização aos objetivos específicos de cada cliente, garantindo assim eficiência e os melhores resultados, além de simplesmente um melhor preço³¹.

32. A **Regulation National Market System (“Reg NMS”)**³², instituída em 2005 pela SEC, estabeleceu diretrizes que assegurassem a melhor execução de ordens no mercado de valores mobiliários, obrigando que estas fossem realizadas ao preço mais favorável, conhecido como National Best Bid and Offer (“**NBBO**”). O objetivo central consistia em modernizar e fortificar o *national market system* para fomentar a inovação em tecnologias e serviços de negociação³³.

²⁹ “The implementation of U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) Rule 13-C in the Securities Acts Amendments of 1975 and the Off-exchange Rules allowed off-exchange trading of certain stocks, paving the way for trade internalisation (U.S. SEC, 2021). This was part of a broader movement to increase competition and efficiency in capital markets and create a National Market System (Macey and O’Hara, 1999).” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 13).

³⁰ SANTOS, Aline Menezes. A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Editora Almedina, 2021, p. 57.

³¹ SANTOS, Aline Menezes. A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Editora Almedina, 2021, p. 57.

³² A Regulação NMS (National Market System), composta por um conjunto de normas específicas, busca assegurar a integridade e transparência do mercado, em consonância com o princípio de *fair & efficient market*. Dentre essas normas, destaca-se a *Rule 611*, conhecida como Order Protection Rule, que proíbe a execução de ordens a preços inferiores ao melhor disponível no mercado (por exemplo, uma ordem de compra que seria executada a um preço superior ao melhor disponível). Essa regra é fundamentada no conceito de National Best Bid and Offer (NBBO), que determina o melhor preço de compra (*bid*) – o mais baixo, e o melhor preço de venda (*ask*) – o mais alto. Além disso, o conjunto normativo da Regulação NMS inclui as *Rules 605 e 606*, que impõem a obrigatoriedade de *disclosure* trimestral e estatístico aos *broker-dealers* sobre a qualidade de execução e o direcionamento das ordens, diretamente relacionadas ao processo de internalização de ordens. Por sua vez, a *Rule 301(b)(3)* estabelece a permissão para que ATSS, incluindo *dark pools*, operem sem a necessidade de divulgar dados pré-negociação ao público, conferindo maior flexibilidade a esses sistemas enquanto mantêm salvaguardas para a proteção do investidor e do mercado.

³³ Como apontou o ex-Diretor de Negociação e Mercados da SEC Erik Sirri, o regulador norte-americano foi instigado pelo próprio Congresso para promover um ambiente de competição entre mercados: “When the Commission voted to adopt Reg NMS in April 2005, it said that its overarching goal was to modernize and strengthen the national market system for trading U.S.-listed equities. The first question you might ask is — what is a national market system and why does the U.S. have one? A national market system is made up of multiple markets trading the same stocks and competing for order flow in those stocks. A national market “system” should be contrasted with a single dominant market. In the U.S., investors are fortunate to have a lot of choices on where to route their orders for execution. These include exchanges and ECNs that display quotes, as well as all sorts of different flavors of ATSS that offer a variety of trading services. In this respect, the U.S. stands in sharp contrast with other major equity trading countries, where a single exchange typically dominates public trading in its listed stocks. In the U.S., Congress specifically directed the SEC to promote a national market system with competing markets. This type of competition among markets has some very important

33. A *Rule 600*, estabelecida pela Reg NMS, indica que existem 5 (cinco) possibilidades de ambientes de negociação nos EUA, regulamentados para as *NMS stocks*, sendo eles: (i) as bolsas; (ii) os *alternative trading systems*, (iii) os formadores de mercado clássicos de bolsa que atuam como *dealers*; (iv) os formadores de mercado de balcão; e (v) os *broker-dealers*, onde se centraliza a maior parte da atividade de internalização dos EUA³⁴.

34. Ao longo da última década, a liquidez do mercado de ações americano foi segmentada em diversas modalidades de negociação, com destaque para o aumento significativo das transações realizadas em *dark pools* e por meio da *broker internalization*, nas quais os preços permanecem ocultos até o momento da execução³⁵.

35. Enquanto alguns corretores optam por internalizar as ordens³⁶, utilizando suas próprias carteiras, outros preferem direcioná-las a ambientes de negociação alternativos que pagam rebates, como as *market maker exchanges*, e há ainda aqueles que vendem seu fluxo de ordens a terceiros, geralmente investidores institucionais que atuam como *market makers*³⁷.

36. Assim, nos EUA, os corretores têm liberdade para determinar como executar as ordens de seus clientes de varejo, desde que cumpram com o dever de melhor execução (*best execution duty*), oferecendo preços que sejam iguais ou superiores aos melhores disponíveis no mercado público.

benefits. It creates incentives for markets to innovate in the types of trading services and technologies they offer their customers. It also imposes pressure on markets to keep trading fees low. One potential problem with competition among markets is fragmentation — when trading interest in any particular stock is split up among many different trading venues, the quality of price discovery and efficiency of trading in those stocks can be impaired. To address this problem, Congress also directed the SEC to assure that the multiple competing markets in the U.S. are effectively linked together in a unified national market system. The basic philosophy of the U.S. approach to market structure policy can be characterized as wanting to have your cake and eat it too. We want the benefits of competition, but without the adverse effects of fragmentation. In other words, promote competition — address fragmentation.” (SIRRI, Erik E., *Electric Money: Trading in the 21st Century*. U.S. Securities and Exchange Commission. Financial Times Conference New York, 2007. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch111407ers.htm>).

³⁴ AIR Parcial, p. 14-15.

³⁵ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 13. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

³⁶ Vide comentário da SEC: “When you place an order to buy or sell a stock, your broker has choices on where to execute your order. Instead of routing your order to a market or market makers for execution, your broker may fill the order from the firm’s own inventory. This is called “internalization.” In this way, your broker’s firm may make money on the “spread” – which is the difference between the purchase price and the sale price.” (SEC. 20.03.2000. Disponível em: <https://www.sec.gov/answers/internalization.htm>).

³⁷ SANTOS, Aline Menezes. A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Editora Almedina, 2021, p. 57.

37. A *Rule 5310*³⁸ da Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”)³⁹ estabelece que o *broker-dealer* e seus associados devem empregar esforço diligente para identificar o mercado mais apropriado, assegurando que o cliente obtenha o preço mais vantajoso nas condições de mercado⁴⁰. Simultaneamente, a *Rule 5320* da FINRA proíbe negociações que antecedam as ordens dos clientes, enfatizando a importância de priorizar seus interesses em todas as transações.

38. A Reg NMS indiscutivelmente teve impacto positivo ao eliminar a dominância de qualquer bolsa, uma vez que nenhuma atualmente detém mais de 50% do fluxo de ordens correspondidas, o que intensificou a concorrência entre diversas plataformas de negociação e resultou em melhores preços e condições para os investidores⁴¹.

39. Atualmente, 53% das ações do país são negociadas em mercados públicos, 9% em sistemas alternativos e 38% fora desses ambientes⁴², principalmente por meio de

³⁸ **Rule 5310 FINRA.** “(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. (2) In any transaction for or with a customer or a customer of another broker-dealer, no member or person associated with a member shall interject a third party between the member and the best market for the subject security in a manner inconsistent with paragraph (a)(1) of this Rule. (b) When a member cannot execute directly with a market but must employ a broker’s broker or some other means in order to ensure an execution advantageous to the customer, the burden of showing the acceptable circumstances for doing so is on the member. (c) Failure to maintain or adequately staff an over-the-counter order room or other department assigned to execute customers’ orders cannot be considered justification for executing away from the best available market; nor can channeling orders through a third party as described above as reciprocation for service or business operate to relieve a member of its obligations under this Rule. (d) A member through which an order is channeled and that knowingly is a party to an arrangement whereby the initiating member **has not fulfilled its obligations under this Rule, will also be deemed to have violated this Rule.**”

³⁹ Quanto à internalização de ordens, as principais regulações estabelecidas pela FINRA incluem a *Rule 5310* e a *Rule 5320*, ambas voltadas para a proteção do investidor e a integridade do mercado. A *FINRA Rule 5310*, que aborda o conceito de *best execution*, exige que as firmas empreguem uma “*reasonable diligence*” para assegurar a melhor execução possível das ordens dos investidores. Essa regra inclui a internalização de ordens no escopo de avaliação, estipulando que, caso uma ordem possa ser executada de forma mais vantajosa em um mercado externo, a firma deve priorizar essa execução externa em detrimento da internalização, de modo a maximizar o benefício ao investidor. Já a *FINRA Rule 5320* proíbe as firmas de realizarem uma operação por conta própria antes de executar as ordens de seus clientes, prática conhecida como “*trading ahead*”. Essa proibição, contudo, contempla exceções específicas, como a *No-Knowledge Exception*, aplicável quando a estrutura operacional da firma impede que o setor de negociação tenha conhecimento prévio das ordens de clientes. Outras exceções incluem operações em lotes ímpares (*odd lots*) e erros genuínos (*bona fide errors*), além de *Minimum Price Improvement*, que autoriza a firma a negociar antes do cliente caso haja uma melhoria mínima de preço que beneficie o investidor, e a *ISO Exception*, já estabelecida pela *Rule 600(b)(30)* da SEC, permitindo negociações específicas sob os critérios de *Intermarket Sweep Orders* (ISOs). Essas regulamentações refletem o compromisso das autoridades em promover um ambiente de execução que priorize os interesses dos clientes, reforçando a transparência e a equidade no mercado financeiro.

⁴⁰ AIR Parcial, p. 17.

⁴¹ SIRRI, Erik E., *Electric Money: Trading in the 21st Century*. U.S. Securities and Exchange Commission. Financial Times Conference New York, 2007. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch111407ers.htm>.

⁴² SANTOS, Aline Menezes. *A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais*. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Editora Almedina, 2021, p. 68.

internalizadores e redes de cruzamento de ordens, sendo que as ofertas internalizadas no mercado de balcão (OTC) representam cerca de 18% do volume total, enquanto quase todas as ordens agressoras de clientes de varejo são processadas por *brokers* e *dealers* por meio da internalização⁴³.

40. De acordo com o AIR Parcial, no primeiro trimestre de 2022, cerca de 40% das ações negociadas nos EUA foram realizadas fora do mercado de bolsa, com 30% desse volume correspondendo à internalização⁴⁴.

41. A SEC, amparando-se nos relatórios da *Rule 606* e no custo anual total, constatou que 87% das ordens enviadas a corretoras de varejo são direcionadas a *wholesalers*, nos quais quase todo o fluxo é internalizado. Isso resultou na proposta da *order competition rule* no AIR Parcial visando alterar as normas de internalização de ordens⁴⁵.

42. A *Rule 606* impõe a apresentação trimestral de informações sobre ordens não direcionadas e pagamentos por fluxo de ordens, enquanto a *Rule 605* requer que os *broker-dealers* divulguem mensalmente relatórios estatísticos sobre a qualidade de execução, ambas reforçando, assim, a proteção dos investidores.

43. A *order protection rule*, ou conhecida como *Rule 611* da SEC, também impõe limites formais para a melhor execução e exige que todos os ambientes de negociação americanos implementem políticas que impeçam os *trade-throughs*, ou seja, negociações a preços inferiores ao NBBO⁴⁶.

44. A questão da concorrência *versus* fragmentação nos EUA revelou um panorama positivo: embora o volume de negociações esteja mais distribuído entre diversas plataformas desde 2005, a maior parte desse volume ocorre em ambientes que publicamente exibem cotações, permitindo que a liquidez, mesmo quando não visível, seja prontamente acessível às ordens de compra e venda⁴⁷. Essa transparência e acessibilidade permitem que os *dealers* visualizem a liquidez e a acessem de forma rápida, evidenciando que o mercado não está realmente fragmentado, mas sim se

⁴³ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 13. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

⁴⁴ AIR Parcial, p. 18.

⁴⁵ AIR Parcial, p. 18.

⁴⁶ AIR Parcial, p. 17.

⁴⁷ SIRRI, Erik E., *Electric Money: Trading in the 21st Century*. U.S. Securities and Exchange Commission. Financial Times Conference New York, 2007. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch111407ers.htm>.

configurando como um novo ambiente dinâmico que favorece uma maior eficiência nas operações.

45. Ao contribuir para a redução dos custos de transação, a prática de internalização nos EUA tem beneficiado os investidores de varejo, que frequentemente têm acesso a preços que competem com os melhores disponíveis no mercado. A transparência resultante dessa dinâmica de negociação oferece aos investidores uma visão clara da liquidez disponível, transformando um ambiente fragmentado em um espaço coeso que maximiza as oportunidades de execução⁴⁸.

46. Embora a descentralização tenha começado nos EUA, diversas outras jurisdições, como Europa, Austrália e Canadá também começaram a adotar mecanismos de descentralização e fragmentação do mercado, reconhecendo as vantagens substanciais proporcionadas por tais mudanças.

47. A partir de 2007, ao implementar o Markets in Financial Instruments Directive ("MiFID"), a Europa começou a optar por incentivar a concorrência e a transparência no comércio de valores mobiliários, permitindo a criação de múltiplos ambientes de negociação.

48. Apesar da competição europeia não ser tão significativa quanto a americana, e tenha posteriormente sido regulamentada em 2018 com a edição do Markets in Financial Instruments Directive II ("MiFID 2") para exigir limites máximos à negociação em plataformas alternativas e canalizar investimentos para *lit exchanges*⁴⁹, o regulador europeu entendeu que as necessidades básicas dos investidores não estavam sendo adequadamente atendidas em um ambiente de negociação concentrado.

49. O MiFID eliminou a "regra de concentração", a qual autorizava que os reguladores europeus determinassem que ordens de investidores somente fossem executadas em bolsas de valores⁵⁰, facilitando a fragmentação do mercado secundário da Europa.

50. O mercado, que antes era concentrado nas bolsas de valores como a *Deutsche Börse's Xetra* e *London Stock Exchange*, passou a permitir outros *players*, o que reduziu

⁴⁸ CFA INSTITUTE, Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, pp. 16. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>.

⁴⁹ SANTOS, Aline Menezes. A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Editora Almedina, 2021, p. 68-69)

⁵⁰ NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 48.

os custos de entrada no mercado, uma vez que passou a existir maior competição pelo fluxo de ordens.

51. Atualmente, o mercado europeu é dividido em três categorias: mercados regulados; *Multilateral Trading Facilities* (“MTFs”), que oferecem maior flexibilidade nas negociações; e *systematic internalisers*, que realizam transações fora dos mercados regulamentados⁵¹.

52. A introdução da internalização de ordens no mercado europeu foi resultado direto do reconhecimento de que o mercado deveria evoluir para atender às necessidades dinâmicas dos investidores⁵².

53. A fim de promover a internalização sistemática, o MiFID não exige que as instituições de investimento obtenham uma autorização separada da autoridade competente de seu Estado-membro para realizar essa operação, uma vez que tal autorização já está contemplada na licença para negociação por conta própria e na execução de ordens em nome dos investidores⁵³.

54. No entanto, exige-se a divulgação de lista de todos os *systematic internalisers* em ações admitidas à negociação em mercado para que se garanta a transparência da negociação e integridade do mercado.

55. Na Europa, corretoras e instituições financeiras administram os *dark pools* como meio de internalização de ordens, assegurando um nível mínimo de liquidez. Constatou-se que o principal benefício da prática é que os internalizadores não incorrerão mais nas taxas de bolsa ou *spreads* durante as negociações, permitindo-lhes oferecer custos reduzidos para as operações, atrair maior volume de investidores e aumentar suas receitas com comissões⁵⁴.

⁵¹ NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 51.

⁵² Committee of European Securities Regulators, Report. Impact of MiFID on Equity Secondary Markets Functioning. Junho de 2009. p. 15-16.

⁵³ Committee of European Securities Regulators, Report. Impact of MiFID on Equity Secondary Markets Functioning. Junho de 2009. p. 15-16.

⁵⁴ PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 24.

56. Ao mesmo tempo, verificou-se não só que a qualidade geral do mercado melhorou com níveis moderados de *dark trading*⁵⁵, mas também que houve um aumento na estabilidade do mercado em tempos de alta incerteza e tensão⁵⁶.

57. O Canadá, por sua vez, também começou a implementar mecanismos de descentralização na negociação em um ritmo significativamente acelerado a partir do início dos anos 2000, impulsionado especialmente pela demanda de investidores institucionais por ambientes anônimos de negociação⁵⁷. Essa transformação na estrutura de mercado foi intensificada no fim dos anos 2000 pelos bancos canadenses, visando exercer pressão sobre os mercados incumbentes para moderar seus preços, otimizar o atendimento ao cliente e aprimorar tecnologias⁵⁸.

58. Em 2016, aproximadamente 22.6% do volume total de negociações no Canadá foi atribuído à internalização de ordens e, em 2023, esse número se estabilizou em 20.7%⁵⁹.

59. No Canadá, além da obrigação de melhor execução, os mercados e, em algumas circunstâncias, os *dealers*, estão sujeitos à obrigação de não realizar operações *trade-through*, que exige que todas as ordens com preços mais vantajosos sejam executadas antes das ordens com preços inferiores em todos os mercados⁶⁰.

60. Além disso, todos os sistemas de negociação alternativa precisam estar registrados como *dealers* e ser membros de uma organização autorreguladora, estando

⁵⁵ QUILINA, Matteo; DIAZ-RAINEY, Ivan; IBUKUNLE, Gbenga; SUN, Yuzin. *Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading*, 2017, p.27.

⁵⁶ *"Beyond enhancing liquidity, dark trading also appears to contribute to market stability in times of heightened uncertainty. The findings presented in this section indicate that dark trading plays a significant role in absorbing volatility, particularly during periods of market stress."* (Accenture. *Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report*. Novembro de 2024, p. 110).

⁵⁷ *"In Canada, dark trading emerged in the early 2000s, driven by institutional demand for anonymous trading venues."* (Accenture. *Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report*. Novembro de 2024, p. 15).

⁵⁸ *"The Canadian market structure transition that occurred over the last five years, at an arguably accelerated pace, was driven by leading Canadian banks desiring to pressure the incumbent market center to moderate its prices, as well as improve technology and customer service."* (AITE. *Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada*, 2013, p. 7. Disponível em

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoII_09-08-2013.pdf).

⁵⁹ *"In Canada, which has been a pioneer in trade internalisation, approximately 25% of total traded volume was attributed to trade internalisation as in 2015 (Canadian Investment Regulatory Organization, 2024) when considered the volume of intentional cross trades and the whole traded volume from alternative trading systems and dark pools. As of October 2024, trade internalisation has stabilised, holding a market share of around 27%. This stability reflects the ongoing adaptation of market participants to the regulatory framework while maintaining efficient trading practices in the equity market."* (Accenture. *Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report*. Novembro de 2024, p. 25).

⁶⁰ CFA INSTITUTE. *Trade-at Rules in Australia and Canada*, 2014, p. 2. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/issue-brief/policy-brief-trade-at-rules.ashx>.

sujeitos à regulamentação e supervisão pelas autoridades reguladoras de valores mobiliários e da **Investment Industry Regulatory of Canada ("IIROC")**⁶¹.

61. Esse mercado também incorpora o conceito de *"broker preferencing"*, permitindo que os corretores priorizem as ordens de seus próprios clientes em relação a outras⁶². Isso facilita a internalização por meio de cruzamentos, que podem ser tanto intencionais, quando duas ordens são executadas deliberadamente entre si, quanto não intencionais, quando ordens coincidem de forma acidental, sem a intenção prévia de executá-las entre si⁶³.

62. O mercado da Austrália, um dos mais recentes centros financeiros a passar pelo processo de fragmentação do mercado⁶⁴, apresenta uma oportunidade promissora para a competitividade, mesmo com seu tamanho e liquidez comparativamente menores do que outros mercados internacionais.

63. Entre agosto de 2010 e junho de 2013, a Australian Securities and Investments **Comission ("ASIC")** investiu cerca de 42 milhões de dólares australianos em regulação para implementar medidas de descentralização do mercado. Assim, a Chi-X Australia (atualmente denominada Cboe Australia), plataforma alternativa de negociação que foi fundada em 2011 como concorrente da Australian Securities Exchange (ASX), rapidamente alcançou uma participação de mercado em 2013 entre 12% e 17%, a ilustrar os efeitos das medidas implementadas pela ASIC⁶⁵.

⁶¹ IOSCO. Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, 2013, p.50. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>.

⁶² Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-327. Update on Internalization within the Canadian Equity Market, 20.08.2020, p. 1, Disponível em: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-327/joint-csaiiroc-staff-notice-23-327-update-internalization-within-canadian-equity-market>.

⁶³ Joint CSA/IIROC Staff Notice 23-327. Update on Internalization within the Canadian Equity Market, 20.08.2020, p. 1, Disponível em: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/2/23-327/joint-csaiiroc-staff-notice-23-327-update-internalization-within-canadian-equity-market>.

⁶⁴ AITE. Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada, 2013, p. 6-7. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoII_09-08-2013.pdf.

⁶⁵ *"Australian market size and liquidity are small (but not tiny). relative to the other markets included in this study, a characteristic which prompts debates regarding the fortuitousness of introducing a competitive structure considering the additional cost burden of multi-market surveillance, which is ultimately passed on to market participants. After regulatory expenditures upwards of A\$42 million, the new Australian market structure has resulted in market share of 12% to 17% for Chi-X Australia. Members of Australia's sizeable institutional community are better positioned to absorb the additional regulatory and connectivity costs associated with fragmentation than are the country's smaller domestic participants".* (AITE. Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada, 2013, p. 6-7. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoII_09-08-2013.pdf).

64. Na mesma direção, a Austrália também estabeleceu regras de *best execution*, baseadas em princípios europeus, como parte da estrutura do novo mercado⁶⁶, visando fomentar a competição entre os mercados de negociação.

65. Em 2011, a ASIC implementou as *market integrity rules*⁶⁷, que introduziram novos princípios regulatórios aplicáveis a todos os participantes do mercado australiano, sendo estes relacionados a: (i) diretrizes sobre movimentos extremos de preços; (ii) dever de melhor execução; (iii) transparência pré e pós negociação; (iv) regras sobre os participantes do mercado – abrangendo transações e suspensões de negociação; e (v) operadores do mercado – incluindo *tick sizes*, compartilhamento de informações e sincronização de horários.

66. Na Austrália, tais diretrizes configuram uma exceção à regra de transparência, permitindo a internalização de ordens por meio de *crossing systems*, desde que a execução resulte em um preço melhor⁶⁸. Em sentido semelhante, as regras do Canadá também afastam a obrigatoriedade de transparência em situações em que há melhoria de preços na execução das ordens^{69/70}.

67. Tanto na Austrália, quanto no Canadá, normas denominadas *trade-at rules* exigem que, como regra, para que ordens possam ser fechadas em mercados *off-exchange*, elas devem ser executadas com uma melhoria de preço em relação às cotações em mercados visíveis⁷¹. As *trade-at rules* visam assegurar melhorias significativas na proteção dos investidores, ao mesmo tempo que promovem a concorrência entre os diferentes ambientes de negociação.

⁶⁶ IOSCO. Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, 2013, p.12. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>.

⁶⁷ AITE. Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada, 2013, p. 64. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0513-manifestacaoBMFBovespaAnexoII_09-08-2013.pdf.

⁶⁸ IOSCO. Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure, 2013, p.47. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>.

⁶⁹ "O mercado canadense é marcado por uma exigência padrão de transparência pré-negociação. (...) Entretanto, pode haver dispensa de tal exigência de transparência, permitindo inserções de ordens sem transparência pré-negociação (opacas ou "dark") em "marketplaces" com base em alguns requisitos dispostos nas seções 6.3 e 6.5 da UMIR, dentre os quais destacamos, no contexto de internalização: (...) execuções imediatas contra qualquer tipo de ordem, desde que haja melhoria de preço (...)" (AIR Parcial, p.132).

⁷⁰ "The set of minimum price improvement rules (MPIR) for dark trading were introduced in Canada in October 2012 (the first such regulation in the world) and Australia in May 2013. The rules required that dark trades provide one full tick of price improvement (or half a tick if the spread is constrained at one tick)." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 68-69).

⁷¹ "In 2012 and 2013, Canada and Australia (respectively) instituted system-wide trade-at rules for off-exchange orders, including in dark pools. The rules were aimed in part at reducing the level of smaller-sized off-exchange trades. To be executed, quotes for smaller-sized orders in a given stock on an off-exchange venue such as a dark pool must generally represent a meaningful price improvement over the quotes simultaneously displayed on exchanges." (CRS Report. Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments, 2014, p. 10).

68. No entanto, o fenômeno da descentralização do mercado não se limita apenas aos países desenvolvidos; ao contrário, muitos países emergentes têm reconhecido que a fragmentação é fundamental para o desenvolvimento do mercado, alinhando-se aos interesses dos investidores.

69. Como exemplo, o Estudo Accenture aponta que, na África do Sul, a mudança no volume de negociações em ambientes alternativos em relação à faixa de *spread bid-ask* revela uma correlação negativa, o que tem o potencial de melhorar a liquidez da Johannesburg Stock Exchange ("JSE")⁷².

70. Salienta-se o aumento no percentual de *dark pool trading* para o volume total do número de ações na bolsa sul-africana JSE, que revelou um aumento de 10% em 2019 para 22% em 2024⁷³.

71. A experiência da fragmentação de mercados internacionais varia entre as jurisdições, e o impacto dessa fragmentação depende da estrutura e das características do mercado doméstico em questão.

72. Assim, devido às diversas estruturas regulatórias, cada país implementa mecanismos específicos que fomentam a concorrência no mercado. Tais medidas visam ser um catalisador para a criação de um mercado mais benéfico para todos os tipos de investidores, além de promover um ambiente competitivo com a devida transparência.

73. Não se observa em nenhuma jurisdição a intenção de proibir a internalização de ordens ou de evitar a fragmentação do mercado. O que se percebe é que a atenção está voltada para como ajustar os instrumentos e regulamentos de forma a harmonizá-los, permitindo uma coexistência eficiente e vantajosa para todos os participantes do mercado.

74. Nesse sentido, o Parecer Marcos Torres observa que nenhum regulador no cenário internacional tomou a decisão de eliminar os ambientes de negociação não transparentes **de seus respectivos mercados** "*sobretudo porque reguladores reconhecem os efeitos positivos da negociação opaca para ampliar as formas de execução de ordem, para*

⁷² Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 122

⁷³ Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 22.

ampliar a competição, para reduzir custo de transação dos investidores e para melhorar a eficiência operacional”⁷⁴.

75. **Ao invés disso, as autoridades optaram pelas seguintes medidas:** “*regulamentação de mais 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; • estender as normas sobre conflitos de interesse para os 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”⁷⁵.*

76. **O Parecer Gustavo Gonzalez também acrescenta que,** “*em todas as localidades pesquisadas, admite-se negociação e há algum grau de competição entre ambientes de negociação de tipos distintos”⁷⁶.*

III. A Oferta RLP pavimentando o caminho para a internalização de ordens

77. De acordo com a Resolução CVM nº 135, de **10.06.2022** (“[Resolução CVM 135](#)”), tanto mercados organizados de bolsa⁷⁷ quanto mercados organizados de balcão⁷⁸ podem funcionar como sistema centralizado e multilateral de negociação.

78. **Tal resolução define sistema centralizado e multilateral como** “*aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo*

⁷⁴ Parecer Marcos Torres, novembro de 2024, p. 5.

⁷⁵ “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, 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: Regular 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; 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 (novamente, a experiência do RLP com o limite superior de 15% está alinhada com a experiência internacional) (Parecer Marcos Torres, novembro de 2024, p. 4-5).

⁷⁶ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 19.

⁷⁷ Art. 116, inciso I, da Resolução CVM 135.

⁷⁸ Art. 142, inciso I, da Resolução CVM 135.

*canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todos os participantes autorizados a negociar no sistema*⁷⁹.

79. Como regra, a formação de preços em sistema de negociação centralizado e multilateral deve se dar por meio da interação de ofertas, e as ordens devem ser executadas em atenção ao critério de prioridade preço-tempo. Isto quer dizer que primeiramente devem ser executadas as ordens com melhor preço e, em caso de concorrência de preço entre ordens, deverão ser prioritariamente executadas as ordens cronologicamente anteriores⁸⁰.

80. Entretanto, a Resolução CVM 135 ressalva que procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM podem dispor diferentemente em relação a essa regra geral.

81. A menção a procedimentos específicos de negociação permitiu que as entidades administradoras de mercados organizados pudessem desenvolver novos critérios para execução de ordens, em que as ofertas passem a interagir com o livro de ofertas de modo diverso ao critério de prioridade preço-tempo.

82. Nesse sentido, a B3, única entidade administradora de mercado organizado de bolsa atualmente autorizada a atuar no Brasil, desenvolveu um procedimento específico denominado "oferta direta" ou "**negócio direto intencional**", que foi aprovado pela CVM.

83. As ofertas diretas, conforme disposto no Regulamento de Negociação da B3, são **aquelas compostas "por oferta de compra e oferta de venda de determinado ativo ou derivativo registradas simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo participante de negociação pleno ou participante de negociação no ambiente de negociação, representando, simultaneamente, o comitente comprador e o comitente vendedor"**^{81/82}.

⁷⁹ Art. 2º, inciso XIII, da Resolução CVM 135.

⁸⁰ No âmbito de mercado organizado de bolsa, vide art. 119, §1º, da Resolução CVM 135, e no âmbito de mercados organizados de balcão, vide art. 146, da Resolução CVM 135.

⁸¹ Art. 39, do Regulamento de Negociação da B3.

⁸² Segundo explica a CVM, "[o] negócio direto é composto por oferta de compra e oferta de venda de determinado ativo ou derivativo registradas simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo intermediário no sistema de negociação, representando, simultaneamente, o comprador e o vendedor. O registro de oferta direta é aceito no sistema de negociação somente se o seu preço for igual ou maior que o preço da melhor oferta de compra e igual ou menor que o preço da melhor oferta de venda registrada no livro central de ofertas do respectivo ativo ou derivativo. A aceitação do registro de ofertas diretas implica o fechamento de um negócio direto, com prioridade em relação às ofertas registradas no livro central de ofertas do respectivo ativo ou derivativo, inclusive as de igual preço." (Cartilha da CVM. Negócios diretos intencionais e ofertas RLP, p. 7. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/negocios-diretos-intencionais-e-ofertas-rlp.pdf>).

84. O registro da oferta direta somente é aceito no ambiente de negociação “se o seu preço for igual ou maior que o preço da melhor oferta de compra e igual ou menor que o preço da melhor oferta de venda registrada no livro central de ofertas do respectivo ativo ou derivativo”⁸³.

85. A aceitação do registro de ofertas diretas leva ao fechamento do que se chama de operação direta, a qual terá “prioridade em relação às ofertas registradas no livro central de ofertas do respectivo ativo ou derivativo, inclusive as de igual preço”⁸⁴.

86. A CVM elucida que “[n]egócios diretos intencionais são negócios intencionalmente realizados por um mesmo intermediário, as corretoras, por exemplo, representando tanto um cliente que queira vender o ativo (o comitente vendedor), quanto o cliente que desejava comprar o ativo (comitente comprador), nos segmentos de ações e derivativos”⁸⁵.

87. Em essência, portanto, o negócio é fechado fora do ambiente de bolsa, embora deva ser nela posteriormente registrado. Trata-se de modalidade de negociação há muito permitida, e que se assemelha à internalização, já que o cruzamento das ordens ocorre substancialmente no sistema de gerenciamento de ordens do intermediário que, em seguida, deverá registrar a oferta direta no ambiente de negociação apropriado⁸⁶.

88. Valendo-se do procedimento especial criado pela B3 para realização das operações diretas, o grupo XP desenvolveu produto chamado *client facilitation*, em que o cliente enviaria ordem à corretora, a qual seria fechada no sistema de gerenciamento de ordens da própria corretora e, em seguida, o negócio seria registrado na bolsa⁸⁷.

⁸³ Art. 39, §1º, do Regulamento de Negociação da B3.

⁸⁴ Art. 39, §2º, do Regulamento de Negociação da B3.

⁸⁵ Cartilha da CVM. Negócios diretos intencionais e ofertas RLP, p. 7. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas/negocios-diretos-intencionais-e-ofertas-rlp.pdf>.

⁸⁶ Destaque-se que, segundo recorda a ASA, as ofertas diretas “não foram concebidas para serem instrumentos de internalização sistemática por investidores de varejo” (AIR Parcial, p. 11).

⁸⁷ A CVM descreveu o produto *client facilitation* do grupo XP no Memorando no 18/2019-CVM/SMI: “a) O cliente envia ordem para o sistema de gerenciamento de ordens da corretora via DMA; b) Um algoritmo verifica se tal ordem resultaria em oferta agressora, se o ativo se encontra no rol de ativos atendidos pelo mecanismo (minicontratos futuros de IBOV e Dólar) e se está dentro dos parâmetros de risco da corretora: i. Em caso positivo, a corretora altera a sessão de negociação do cliente (de DMA para sessão Mesa) e interpõe a carteira própria da corretora como contraparte da oferta do cliente, registrando um negócio direto intencional na B3; ou ii. Em caso negativo, a ordem é direcionada para o livro de ofertas da B3 para execução como ordem DMA”. Disponível em:

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410_versao_site.pdf.

Acessado em 17.11.2023.

89. O *client facilitation* diferenciava-se das ofertas diretas na medida em que o seu mecanismo cruzava ordens de clientes com a carteira da própria XP, e não simplesmente ofertas de diferentes clientes⁸⁸.

90. Apesar da inovação e dos benefícios trazidos pelo *client facilitation*⁸⁹, em outubro de 2016, a BSM **Supervisão de Mercado ("BSM")**, entidade autorreguladora da B3, instaurou o Processo Administrativo Disciplinar nº 12/2016 contra a XP. A acusação central, em linhas gerais, era de que o serviço oferecido preteriria os clientes da própria XP pois, ao realizar operações internamente, a XP não verificaria se existiriam ordens de seus clientes no livro de ofertas. Assim, as transações executadas por meio do *client facilitation* acabariam potencialmente sobrepassando essas ordens, o que supostamente geraria prejuízos aos clientes da XP⁹⁰.

91. Após questionamentos da BSM, a XP alterou o algoritmo do *client facilitation* para verificar a existência de ofertas pendentes dos clientes da XP antes do registro das operações com sua própria carteira⁹¹. Contudo, devido à latência existente entre o sistema de gerenciamento de ordens da corretora e o livro de negócios, a correção implementada não extinguiria por completo a possibilidade de preterição dos clientes⁹².

⁸⁸ "O produto foi desenhado para capturar o fluxo de ofertas do varejo de tal forma que as corretoras, por meio de sua carteira própria, atuassem como contraparte desse fluxo. 8 Operacionalmente, as ordens resultantes do fluxo de varejo, via DMA, se transformavam em negócio no OMS da corretora e, posteriormente, eram submetidas como uma ordem do tipo "direto intencional" para o ambiente de negociação da B3. Nesse momento, ocorria a transparência pós-negociação, característica que não está presente no modelo tradicional de internalização. Sob condições ideais, esses negócios ocorreriam a preços praticados no primeiro nível do livro e, portanto, seriam indiferentes para o cliente agressor." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 11. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

⁸⁹ Dentre os benefícios do produto da XP, destaque-se, além do aumento de liquidez, a possibilidade de melhoria das condições de preço das operações em benefício de seus clientes.

⁹⁰ Este processo é explicado por Alan de Genaro e Pedro Saffi: "por causa da latência entre o OMS da corretora e o consequente registro no ambiente de negociação, poderia haver uma mudança no primeiro nível de preços e o negócio não atenderia ao princípio de best execution ou, ainda, poderia haver ofertas de clientes não atendidas em razão da atuação do produto facilitation, gerando assim uma preterição." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 11-12. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

⁹¹ "Diante dessa possibilidade, a corretora, a BSM e a B3 começaram a avaliar como evitar esse resultado. Assim, a partir de 15/8/2016, a corretora implementou uma segunda versão do produto *client facilitation* que, além dos requisitos anteriores, avaliava se algum de seus clientes tinha ofertas limitadas no livro de negócios que poderiam atender à oferta agressora do outro cliente. Caso não fosse o caso, a corretora atendia à oferta agressora e enviava a ordem do tipo "direto intencional" para o livro de negócios." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 15. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

⁹² "Por sua vez, o aprimoramento do produto de fato reduziu o percentual de preterição dos clientes da corretora, mas não o eliminou integralmente, uma vez que, por causa da latência existente entre o OMS da corretora e o livro de negócios, um cliente da corretora poderia lançar uma ordem limitada no instante imediatamente após a corretora ter avaliado o livro para identificar a existência de clientes que poderiam ser contraparte para a ordem agressora." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 16. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

92. Assim, segundo a BSM, o fato de o *client facilitation* operar fechando ordens com a carteira da XP em eventual detrimento de ordens já existentes dos seus clientes, possivelmente prejudicaria os clientes da corretora e representaria conflito de interesses, violando o art. 30, parágrafo único, da então vigente Instrução CVM nº 505, de 27.09.2011, que dispunha **ser** “vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes”.

93. O Processo Administrativo Disciplinar nº 12/2016 foi encerrado em setembro de 2020, quando o grupo XP comprovou o cumprimento das penalidades impostas e o ressarcimento dos clientes identificados nas operações com o produto *client facilitation*, em que a BSM entendeu configurado conflito de interesse⁹³.

94. Apesar das críticas feitas ao serviço desenvolvido pelo grupo XP, era notório “que os produtos que contavam com a presença do *client facilitation* exibiam um crescimento acima da média em termos de número de negócios, volume financeiro negociado, liquidez no primeiro nível de preço, número de novos investidores, bem como na redução do *bid-ask spread*”⁹⁴.

95. Nesse sentido, a B3 observou que, na medida em que o fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo possui um valor relevante para o intermediário que atua negociando como contraparte em ambas as pontas (venda e compra)⁹⁵, “quanto maior for sua capacidade de fornecimento de liquidez para esse fluxo, maiores serão seus incentivos para a promoção e o desenvolvimento da base de clientes e da liquidez do mercado”⁹⁶.

96. Diante disso, a B3, **reconhecendo que** “[e]m diversos mercados internacionais existem regras que permitem que os intermediários atuem, de forma sistemática, como contrapartes dos respectivos fluxos de ordens de clientes de varejo, fornecendo liquidez para tal fluxo”, realizou consulta pública em dezembro de 2018, por meio do Ofício Circular 050/2018-VOP⁹⁷, na qual sugeriu a criação da denominada Oferta RLP.

⁹³ Cf. Termo de Encerramento do Processo Administrativo Disciplinar nº 12/2016. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/pad-mrp/19-PAD-012-2016.pdf>. Acessado em 27.09.2024.

⁹⁴ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 17. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

⁹⁵ “As ordens agressoras de compra negociam no melhor preço de venda (*ask*), enquanto as ordens agressoras de venda negociam no melhor preço de compra (*bid*). Se uma contraparte atuar contra as duas ordens, realizando um *day trade*, seu resultado será igual à quantidade negociada multiplicada pelo tamanho do contrato e pela diferença entre o *ask* e o *bid*, ou seja, pelo *spread*.” (Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3, em 19.12.2018, p. 6).

⁹⁶ Memorando nº 18/2019-CVM/SMI, de 15.05.2019, emitido no âmbito do PA CVM nº 19957.002097/2016-90.

⁹⁷ Detalhes em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/consulta-publica/rlp-e-novas-regras-para-oferta-direta/.

97. De acordo com a B3, seriam três os objetivos perseguidos com a implementação da Oferta RLP: "(i) permitir o fornecimento de liquidez, pelo intermediário, para parte do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo; (ii) garantir o cumprimento dos princípios de best execution; e (iii) preservar o adequado funcionamento do processo de formação de preços"⁹⁸. A Oferta RLP, portanto, buscava aperfeiçoar o produto originalmente desenvolvido pelo grupo XP.

98. A Oferta RLP consiste no envio, por parte do intermediário, de ordens à bolsa que ficam listadas no topo do livro. Essas ordens, porém, ficam ocultas, e só podem ser agredidas por ordens de clientes de varejo provenientes do mesmo intermediário. Assim, a oferta oculta enviada pela corretora tem precedência com relação às ofertas de demais participantes do mercado, embora privilegie as ofertas de outros clientes da mesma corretora que utilizem a Oferta RLP. O critério previsto na Resolução CVM 135 de prioridade preço-tempo é, portanto, substituído pelo critério preço-intermediário-tempo⁹⁹.

99. A diferença mais concreta da Oferta RLP em relação à internalização é que o cruzamento das ordens dos clientes com o fluxo de liquidez da corretora não acontece no seu próprio sistema de gerenciamento de ordens. Em vez disso, toda a operação se desenvolve no âmbito do ambiente de bolsa. Parece difícil negar que, considerando que a Oferta RLP fica oculta para os demais intermediários, desde que se respeite o *best execution* e existam meios de proteção aos investidores (assuntos aos quais voltaremos mais adiante), a única real diferença da Oferta RLP para um ambiente de internalização

⁹⁸ Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3, em 19.12.2018, p. 6.

⁹⁹ **Alan de Genaro e Pedro Saffi destacam as seguintes principais características da Oferta RLP** "1) É um tipo de oferta que consta do matching engine da B3, e não uma oferta que gera um negócio dentro do OMS de um intermediário. No entanto, a oferta RLP não fica visível no livro de negócios, com as informações sendo divulgadas no market data imediatamente após o fechamento do negócio. 2) Só pode ser enviada pelas corretoras que oferecem esse produto e são ofertas do tipo pegged, que só podem ser agredidas por ofertas de clientes de varejo provenientes do mesmo intermediário. 9 Adicionalmente, a oferta sempre será executada no melhor preço disponível ou, se possível, com uma melhora no preço. 10 3) Tem um critério de prioridade na execução que pretere as ofertas enviadas pelas demais corretoras, mas privilegia as ofertas dos outros clientes da corretora que utilizam a oferta RLP. 4) O total de negócios oriundos das ofertas RLP está sujeito a um limite máximo de 15% do volume diário total do mercado." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. *Internalizando a internalização de ordens*⁹⁹, 2021, p. 12. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368). Na mesma direção explica Isac Costa: "De um lado, temos ofertas pegged no topo do livro associadas a um dado intermediário, as quais são implícitas (ocultas) e podem atender quaisquer quantidades de ofertas agressoras. De outro lado, temos ofertas de investidores de varejo daquele intermediário, assinaladas com flag indicativa. Nesse caso, as ofertas agressoras de varejo podem ser atendidas pelas ofertas pegged do intermediário, a despeito da situação do livro de ofertas, salvo na hipótese de haver uma oferta de cliente daquele intermediário no melhor preço do livro – o qual, portanto, não será preterido. Desse modo, afasta-se a prioridade preço-tempo e a oferta agressora de varejo é atendida tendo pelo critério preço-intermediário-tempo. Em termos práticos, cria-se um dark pool virtual para cada intermediário no qual ativos de sua carteira própria são ofertados continuamente no melhor preço do livro e, ao longo da sessão, atende as ordens agressoras de varejo dos seus clientes." (COSTA, Isac. *XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira*. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 6).

é o pagamento de emolumentos pelo investidor. Há, com isso, o que se poderia chamar de internalização de ordens dentro da bolsa, já que tais ordens são visíveis apenas para o intermediário que envia a Oferta RLP.

100. Atenta, porém, às potenciais externalidades da adoção da Oferta RLP¹⁰⁰, a B3 sugeriu alguns controles para mitigá-las. O número de contratos negociados via Oferta RLP é limitado a 15% do total¹⁰¹. Além disso, foram estabelecidas regras próprias de informação ao mercado, em atenção ao princípio do *full and fair disclosure*, e à BSM, tendo por objetivo reduzir a complexidade de supervisão do sistema de gerenciamento de ordens por parte do ente autorregulador¹⁰². Ao mesmo tempo, o intermediário pode negociar seu fluxo de ordens agressoras com um de seus clientes ou com outro intermediário, que se torna contraparte dessas ordens¹⁰³.

101. Após a realização da audiência pública, a B3 submeteu a Oferta RLP para análise da CVM. Em reunião datada de 21 de maio de 2019¹⁰⁴, o Colegiado da CVM, acompanhando as manifestações da área técnica, aprovou a Oferta RLP, em caráter experimental por período de 12 (doze) meses e limitada apenas aos minicontratos futuros de dólar (WDO) e índice (WIN). Com isso, rompeu-se em definitivo o paradigma do absolutismo da centralidade do livro de ordens¹⁰⁵.

¹⁰⁰ Segundo consta do Ofício Circular 050/2018-VOP, para a B3, possivelmente haveria uma preterição dos participantes do mercado que colocassem suas ofertas no livro central, as quais serviriam de referência para as ofertas dos intermediários. Assim, os intermediários atuariam como “caronas” (*free riders*), aproveitando-se das informações geradas pelos participantes do mercado, sem respeitar a ordem cronológica das ofertas. Nesse contexto, de acordo com a B3, uma alta internalização de ordens mediante utilização da Oferta RLP poderia desestimular a inserção de ofertas no livro central, o que poderia levar a redução de liquidez e a aumento do *spread*.

¹⁰¹ Segundo Alan de Genaro e Pedro Saffi, “A adoção de um percentual máximo no uso do produto visava limitar o efeito *free riding*, entendido como o fato de que o *client facilitation* utiliza e depende das informações geradas pelo *order book*, mas não respeita a sua sequência cronológica, inclusive nas circunstâncias em que a liquidez no primeiro nível de preços do livro é suficiente para atender às ofertas agressoras. Ademais, se o volume internalizado for proporcionalmente elevado, pode haver diminuição da probabilidade de fechamento das ofertas do livro e um desincentivo à sua colocação, com consequente redução da liquidez e aumento dos *spreads*, o que seria prejudicial ao mercado como um todo.” (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens¹⁰¹, 2021, p. 18. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

¹⁰² GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 19. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

¹⁰³ “Adicionalmente, um dado intermediário pode negociar seu fluxo agressor de varejo com um de seus clientes ou com outro intermediário, o qual passaria a ser contraparte dessas ofertas agressoras de varejo. Dessa forma, um intermediário que não tenha fluxo contínuo e simultâneo de investidores de varejo poderia ceder seu fluxo para um consolidador e obter alguma receita com isso.” (COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 6).

¹⁰⁴ Ata da reunião disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190521_R1.html.

¹⁰⁵ “O modelo tradicional de internalização de ordens não é permitido no Brasil e nenhuma plataforma de *dark pool* tem autorização da CVM para funcionar. No entanto, alguns acontecimentos recentes acabaram por alterar o paradigma da centralidade do livro, de forma que, em agosto de 2019, a B3 lançou a oferta RLP.” (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 21. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

102. As alterações autorizadas foram implantadas e, a partir de 05.08.2019, iniciaram-se as negociações por meio de Oferta RLP para minicontratos futuros de dólar e índice Ibovespa: *“Logo no primeiro dia, quatro diferentes grupos de corretoras passaram a utilizar a oferta RLP para negociar contra o seu fluxo de ordens de varejo. No final do primeiro mês, outros quatro grupos de corretoras passaram a utilizar a oferta RLP. Após seis meses do seu lançamento, ou seja, em janeiro de 2020, havia 11 grupos de corretoras ativamente negociando contra seu fluxo de varejo”*¹⁰⁶.

103. Em 04.08.2020, embora a área técnica tenha recomendado que a Oferta RLP se tornasse perene nos regulamentos e manuais da B3, pois verificou (i) uma melhora nas métricas de mercado, (ii) uma situação relativamente neutra para os investidores, e (iii) um excelente resultado para os intermediários, o Colegiado da CVM entendeu por oportuno estender o período experimental por mais 12 (doze) meses, visando aprofundar a avaliação dos impactos na qualidade do mercado decorrentes da medida^{107/108}.

104. Na ocasião, a área técnica da CVM apontou que: (i) houve um aumento na liquidez, medido pelo número de negócios, investidores e contratos; (ii) o investidor tem a possibilidade de obter uma execução melhor ou igual à disponível no livro central da bolsa; (iii) não houve concentração de *market share* entre as corretoras que utilizaram o RLP, o que permitiria inferir que o aumento da liquidez beneficiou todo o mercado, e não apenas as corretoras que utilizaram o RLP; (iv) a supervisão dos intermediários pela BSM e CVM a fim de se evitar práticas abusivas por parte das corretoras foi considerada viável; e (v) os corretores foram incentivados a expandir a sua base de clientes¹⁰⁹. No mais, essa nova fonte de receita para os intermediários pode significar a redução das taxas de corretagem, buscando maior atratividade para os investidores¹¹⁰.

105. As conclusões da CVM estão em linha com estudo realizado em 08 de novembro de 2021 por Alan de Genaro e Pedro Saffi:

¹⁰⁶ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 21. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

¹⁰⁷ Ata da reunião disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200804_R1.html.

¹⁰⁸ “Ao término do prazo experimental da fase 1 a SMI apresentou ao Colegiado (04.08.20) os resultados obtidos no período de testes, os quais podem ser resumidos da seguinte forma: a) qualidade do mercado: manutenção de spreads baixos; aumento na liquidez no primeiro nível de preço; aumento no número de investidores que negociaram minicontratos de dólar americano e IBOVESPA; e, aumento na quantidade de contratos negociados; b) investidores: o mecanismo não afetou a dinâmica de ganhos e perdas em relação aos investidores; c) intermediários: expressivo aumento de receitas para os intermediários e forte presença média diária no livro de ofertas.” (Ofício Interno nº 33/2021/CVM/SMI/GMA-2. Rio de Janeiro, RJ: Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), de 26 nov. 2016).

¹⁰⁹ Memorando nº 25/2020-CVM/SMI, de 29.07.2020, emitido no âmbito do PA CVM nº 19957.002097/2016-90.

¹¹⁰ COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 6.

*"A análise econométrica realizada ao longo deste artigo nos permite concluir que os resultados foram majoritariamente positivos. À exceção de uma redução relativa da profundidade dos mercados (i.e., liquidez de primeiro nível), a oferta RLP levou a um aumento de volume transacionado, número de negócios, ordens e número de investidores. Essas conclusões também são válidas quando analisamos especificamente as ordens dos clientes de alta frequência e dos clientes de varejo, com ordens enviadas diretamente ao livro ou via oferta RLP. O efeito nos spreads é ambíguo. Apesar de a oferta RLP ter causado uma redução relativa do spread para os minicontratos de índice em relação ao contrato padrão, não observamos nenhuma mudança no caso dos contratos de dólar."*¹¹¹

106. Em 07 de dezembro de 2021, o Colegiado da CVM aprovou a ampliação da Oferta RLP por um período de mais 12 (doze) meses¹¹². Adicionalmente, foi permitido que determinadas ações passassem a ser negociadas por meio de Oferta RLP.

107. Finalmente, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") comunicou, em 31 de janeiro de 2023 – que seria a data final da extensão de 12 (doze) meses concedida ao programa pelo Colegiado da CVM em 07 de dezembro de 2021 –, que *"as ofertas RLP seguirão sendo oferecidas pela B3, nas mesmas condições atuais, até nova decisão do Colegiado da CVM."*¹¹³ Ou seja, até eventual deliberação em sentido contrário – que nunca ocorreu –, a Oferta RLP continua sendo permitida.

108. Como informa o AIR Parcial, em síntese, os investidores podem optar por participar ou deixar de participar da prática de Ofertas RLP a qualquer momento. A versão atual da Oferta RLP permite, além dos minicontratos futuros de Ibovespa e dólar objeto do experimento inicial, negociações com um conjunto de ações no mercado à vista, as quais se dividem em um grupo de spread aberto e outro misto. O referido estudo também aponta que há um limite técnico para a utilização das Ofertas RLP, de 15% (quinze por cento) da quantidade total de contratos e de 30% (trinta por cento) do volume de varejo.

109. Além disso, enquanto uma Oferta RLP tem prioridade de execução, sobre as ofertas dos demais participantes do mercado, contra uma ordem agressora de um de seus clientes que seja investidor de varejo, tal oferta não tem prioridade sobre ofertas de outros clientes do mesmo intermediário. E os saldos que não forem executados pela Oferta RLP são automaticamente redirecionados para o livro central de ordens.

¹¹¹ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 49. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

¹¹² Decisão disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211207_R1/20211207_D1410.html.

¹¹³ Nota divulgada nas notícias da CVM em 31.01.2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>.

110. No mais, quando a diferença entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda for de 1 (uma) unidade de variação mínima de apregoação (o *tick*), a Oferta RLP de compra é registrada no melhor preço de compra e a de venda no melhor preço de venda. Quando a diferença entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda for de 2 (dois) ou mais *ticks*, o preço da Oferta RLP é sempre melhorado em pelo menos 1 (um) *tick*. Ainda, nas negociações com ações, para os ativos do grupo de controle (spreads mistos), a negociação deve ser efetuada cruzando o spread, enquanto para o grupo de spread aberto, a negociação deve ser enviada ao livro central.

111. Como regra geral, a Resolução CVM 135 impõe a necessidade de transparência pré-negociação e pós-negociação nos mercados organizados¹¹⁴. As Ofertas RLP, contudo, não seguem essa regra, pois ficam visíveis apenas para o intermediário ofertante, não sendo exibidas no livro central de ofertas. Após o fechamento do negócio, a operação deve ser divulgada, de modo que existe transparência somente pós-negociação.

112. Finalmente, é permitido o *payment for order flow*, isto é, os intermediários podem permitir que outro participante atue como contraparte consolidadora de seus respectivos fluxos agressores de ofertas de varejo, observadas todas as características das Ofertas RLP.

113. Como se viu, tanto a análise preliminar da CVM consubstanciada no Memorando nº 25/2020-CVM/SMI de 29 de julho de 2020, quanto o estudo de Alan de Genaro e Pedro Saffi, apontam que a implementação da Oferta RLP trouxe benefícios para a qualidade do mercado, notadamente no que se refere ao aumento de liquidez¹¹⁵. Também se constata vantagens de outras naturezas, como redução ou eliminação da taxa de corretagem e acesso gratuito a ambientes de investimento nas corretoras e a cursos de educação financeira.

¹¹⁴ **Resolução CVM 135.** "Art. 77. Os ambientes ou sistemas de negociação devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços."

¹¹⁵ "By 2021, the RLP system had been fully operational across different asset classes, with broader implementation by 2022, including equities. This framework ensures retail investors can access competitive pricing, with RLP counterparties providing prices equal to or better than those available in the public order book. The empirical evidence demonstrates that the adoption of the Retail Liquidity Provider (RLP) model has significantly improved market quality, notably in terms of enhanced liquidity, reduced volatility, and greater pricing efficiency in dollar and index mini-contracts (De Genaro and Pedro, 2021). Furthermore, existing literature (see Chapter 2) suggests that these benefits may extend to broader trade internalisation practices across other markets." (Accenture. **Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report.** Novembro de 2024, p. 16-17).

114. A conclusão inevitável é que as Ofertas RLP são positivas para a qualidade do mercado, em especial para o aumento de liquidez¹¹⁶.

115. Diferente de outros países, que, de início, permitiram amplas práticas de internalização de ordens para em seguida avaliar eventuais necessidades e formas de restringi-las, o Brasil teve a oportunidade de passar por diferentes períodos experimentais, a partir dos quais pudemos ver os efeitos dessa espécie de internalização no mercado brasileiro.

116. Em 31 de janeiro de 2023, a CVM autorizou a manutenção das Ofertas RLP de forma permanente, até segunda ordem¹¹⁷. E, se ainda havia qualquer resquício de dúvida se as Ofertas RLP são positivas ou não, ela foi superada em 13 de agosto de 2024, quando o Colegiado, por unanimidade, deliberou pela convolação do período experimental em mecanismo definitivo em relação aos minicontratos de dólar e Ibovespa. Como a fase experimental em relação às ações é mais recente, ela foi mantida em caráter experimental, devendo ser realizados ajustes pontuais, particularmente de cunho informacional e de *enforcement*. Nesse sentido, o voto da Diretora Marina Copola naquela ocasião explicou:

"53. Com efeito, penso que, após quase 6 anos de testes e aprimoramentos, não há muito mais o que se possa reconhecer quanto às significativas probabilidades de perda dos investidores nos diferentes cenários. A adequada tutela do investidor, no entanto, não se confunde com impedi-lo de realizar prejuízos se os tipos de negociações por ele realizadas tiverem uma alta probabilidade de perdas, desde que se esteja diante de formas de investimento legítimas, e que o investidor atue de maneira informada e refletida. Neste contexto, compete à CVM assegurar a integridade do mercado, disciplinar a conduta dos intermediários e garantir que o investidor disponha de todas as informações necessárias para a tomada de decisão.

54. Não vejo evidências de que o RLP, no patamar hoje aprovado de 15% de comprometimento do "livro" dos intermediários (cap), combinado com as

¹¹⁶ "In the Brazilian market, similar patterns were observed concerning the relationship between Retail Liquidity Provider (RLP) trade volumes and the liquidity ratio (Figure 32). A correlation analysis revealed a positive association of 0.531 between these two variables, suggesting that as the volume of trades executed through RLP increases, the liquidity ratio also rises, and vice versa. This implies that higher RLP trading activity contributes positively to market liquidity, a higher liquidity ratio suggests that a larger amount of trading value occurs for a given range of price movement, indicating higher market liquidity, much like the effects observed in other indices such as the Russell 2000. The regression results further confirm the statistical significance of the relationship between RLP trade volume share and the liquidity ratio, reinforcing the positive influence of RLP trading on market liquidity." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 106-107).

¹¹⁷ Decisão disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/prorrogado-prazo-do-programa-experimental-relacionado-a-ofertas-rlp>. Acessado em: 28.10.2024.

salvaguardas que referirei na sequência, represente uma ameaça à dita integridade do mercado”¹¹⁸.

117. Se a experiência com Ofertas RLP foi positiva, ao menos com relação aos investidores de varejo, não há razão para que a internalização de ordens fora do ambiente de bolsa também não o seja. Recorde-se, neste particular, que o cruzamento de ordens fora de bolsa, em termos substanciais, já acontece há muito no Brasil com as ofertas diretas, que sequer são alvo de questionamento.

118. Afinal, como a própria B3 já muito bem observou, e apontamos ao início da presente manifestação, há determinadas situações em que, mesmo em um ambiente de bolsa, as condições de negociação e liquidez oferecidas não são suficientes para atender às necessidades do mercado. Nas palavras da B3:

“Apesar dessa premissa, em determinadas situações, as condições de negociação e a liquidez presentes no livro podem não atender totalmente às necessidades dos investidores, justificando-se, em tais casos, o fechamento de ofertas fora do livro central, com o posterior registro da oferta direta.”¹¹⁹ (grifou-se)

119. Se a própria bolsa já reconhece que, em determinados contextos, a internalização pode ser benéfica, não há justificativa para que essa prática seja apoiada apenas em ambientes limitados, como o da Oferta RLP.

120. O princípio é claro: quando as necessidades dos investidores não podem ser plenamente atendidas pelo mercado centralizado, é justificável e benéfico recorrer a formas de execução alternativas, como a internalização.

121. E, como visto no parágrafo 96 acima, a B3 também observou, de forma louvável, **que a atuação dos intermediários “como contrapartes dos respectivos fluxos de ordens de clientes de varejo” não é uma prática nova ou restrita ao mercado brasileiro, mas, ao contrário, é amplamente utilizada internacionalmente para aumentar a liquidez e melhorar a experiência do investidor.**

122. Assim, tendo em vista que o intermediário seria o principal responsável pela **originação do fluxo de ordens de clientes de varejo, “quanto maior for a sua capacidade de fornecimento de liquidez para esse fluxo, maiores serão os seus incentivos para**

¹¹⁸ Manifestação de voto da Diretora Marina Copola no PA CVM nº 19957.002097/2016-90, decidido em 13.08.2024.

¹¹⁹ Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3, em 19.12.2018, p. 5.

a promoção e o desenvolvimento da base de clientes e da liquidez dos mercados¹²⁰ (grifou-se).

123. A internalização de ordens fora de bolsa oferece benefícios semelhantes aos observados com a Oferta RLP, com a vantagem de não impor barreiras adicionais à negociação, como a imposição de emolumentos. A B3 já apontou alguns desses benefícios, tais como: (i) melhora de preço de parte das ofertas agressoras; (ii) limite de risco potencialmente maior devido à operação exclusivamente contrafluxo de varejo e **certeza de estar no “topo do livro”**; (iii) **existência de fortes incentivos financeiros para desenvolvimento da base de clientes e da liquidez dos contratos pelos intermediários**; e (iv) redução dos valores de corretagem cobrados dos clientes¹²¹.

124. Veja-se, nesse sentido, trecho do Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3 em 19.12.2018:

*“Com base na análise dos aspectos positivos e negativos, a conclusão da B3 é de que a introdução da oferta RLP seria benéfica para os clientes e o mercado em geral, desde que sujeita a um limite máximo de utilização (cap), o qual teria o objetivo de limitar e mitigar os seus riscos para o processo de formação de preços.”*¹²²

125. Ressalta-se, no entanto, que a manutenção da internalização de ordens no Brasil, em que o intermediário cruza as ordens do varejo contra sua própria carteira, apenas por meio das Ofertas RLP, poderá levar a um aumento ainda maior do *market share* da B3 no nosso mercado de capitais^{123/124}.

126. Um dos maiores benefícios ao mercado que a internalização de ordens pode proporcionar é a concorrência entre internalizadores e a consequente redução de custos para atrair novos clientes¹²⁵. Mas enquanto o fechamento de ordens continuar ocorrendo

¹²⁰ Ofício Circular 050/2018-VOP, emitido pela B3, em 19.12.2018, p. 3.

¹²¹ Ofício Circular 050/2018-VOP, p. 12.

¹²² Ofício Circular 050/2018-VOP, p. 12.

¹²³ “Além do monopólio já cristalizado da B3 nos serviços de negociação de bolsa e de balcão, de depósito, registro e de pós-negociação, podemos ter também a consolidação de um novo monopólio no mercado de capitais, agora no mercado de intermediação. [...] A oferta RLP consolidou ainda mais a dependência das corretoras com relação à B3, especialmente no que diz respeito aos sistemas de negociação”. (COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 7).

¹²⁴ Como aponta Margareth Noda, “mercados concentrados podem exacerbar comportamentos monopolistas, com aumento dos custos de negociação e menos estímulos à inovação.” (NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 34).

¹²⁵ “By keeping these orders in-house in this manner, brokers avoid paying the fees charged by exchanges, thus reducing the cost of trading for their customers, as well as by earning the spread between the bid and offer, or

no âmbito da bolsa, os emolumentos à B3 continuarão a ser devidos e os investidores não se beneficiarão da redução de custos decorrente da livre concorrência entre ambientes de internalização¹²⁶.

127. Aqueles que são contrários à internalização de ordens geralmente suscitam argumentos relacionados ao eventual efeito negativo da ausência de transparência pré-negocial¹²⁷. Ocorre que a Oferta RLP é o exemplo perfeito de negociação em que as ordens do intermediário ficam ocultas (ou seja, sem transparência pré-negociação), e ao mesmo tempo há aumento na liquidez. A correlação, como já restou estabelecido, é positiva, não negativa. Não assiste razão a quem sustenta, portanto, que a ausência de transparência pré-negocial seria prejudicial no âmbito de internalização de ordens fora do ambiente de bolsa¹²⁸. A lógica, seja na internalização fora de bolsa seja na internalização dentro de bolsa (Oferta RLP), é a mesma.

128. Se a Oferta RLP, com seu sistema de ordens ocultas, foi corretamente reconhecida como vantajosa para o mercado, não há motivo para que a internalização fora de bolsa não receba o mesmo reconhecimento, tendo em vista que ela promove os mesmos

some point in between.” (CFA INSTITUTE. Trade-at Rules in Australia and Canada, 2014, p. 2 Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/issue-brief/policy-brief-trade-at-rules.ashx>. Acessado em: 08.10.2024).

¹²⁶ “A melhora no custo de negociação por meio da eliminação de emolumentos é um dos benefícios do modelo tradicional de internalização existente em outras jurisdições. Se o objetivo é desenvolver o mercado, seria desejável considerar a redução de emolumentos em negócios via RLP.” (COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 7).

¹²⁷ É o que argumentou a B3 e a BSM em sua manifestação à Audiência Pública SDM nº 9/19, de 27.12.2019: “741. Retornando para a descoberta de preço, a permissão da internalização de ordens é negativa. Nas jurisdições onde esta prática é permitida, verifica-se que as ordens do varejo passam a não interagir com livro central de negociações, o que, por sua vez, pode impactar a formação dos preços, já que parte importante dos participantes do mercado deixa de participar dessa dinâmica. Tal situação tem efeitos nocivos para a transparência do mercado, o que, por sua vez, pode reduzir o incentivo para o envio de ordens para o livro central por parte de provedores de liquidez. 742. Além disso, a menor intensidade de ordens de varejo para o Lit Market pode reduzir o interesse de investidores institucionais a colocarem as ordens no topo do livro, impactando ainda mais a descoberta de preço e tendo efeitos no aumento dos spreads praticados. 743. Caso a CVM opte pela proibição dos itens acima como forma de evitar o conflito de interesse e a preservação da formação de preço, que é a nossa recomendação, tal proibição deverá ser aplicada sobre todas as categorias de mercados organizados e para quaisquer tipos de investidor, visando a aplicação de regras equânimes, a fim de evitar o direcionamento de ordens a ambientes que possam adotar mecanismos de remuneração (por não estarem submetidos à restrição), que não necessariamente são os mais transparentes ou que representam o melhor interesse do cliente.” Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html.

¹²⁸ “Já a B3 defende a manutenção da vedação à internalização, em virtude do efeito deletério no processo de formação de preços, na transparência das informações sobre negociação, podendo ocorrer redução do incentivo para o envio de ordens para o livro central por parte de provedores de liquidez e “a menor intensidade de ordens de varejo para o lit market pode reduzir o interesse de investidores institucionais a colocarem as ordens no topo do livro, impactando ainda mais a descoberta de preço e tendo efeitos no aumento dos spreads praticados”. Ainda, a B3 demonstra preocupação com eventual “direcionamento de ordens a ambientes que possam adotar mecanismos de remuneração”, “que não necessariamente são os mais transparentes ou que representam o melhor interesse do cliente”. Curiosamente, quando da apresentação da proposta da oferta RLP, que introduz um mecanismo de liquidez oculta, tais fatores não foram listados pela B3 entre as externalidades negativas da proposta. A nosso ver, tais considerações são aplicáveis em ambos os casos – internalização e RLP.” (Grifou-se) (COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 10).

incentivos e benefícios de liquidez sem comprometer os pilares de proteção do mercado, amplia a concorrência, e tem ainda o benefício adicional de representar redução de custos para os investidores.

IV. A internalização de ordens e suas consequências para a qualidade do mercado de valores mobiliários

129. Tradicionalmente, a internalização de ordens significa o conjunto de práticas e mecanismos adotados pelo intermediário para realizar operações de seus clientes fora do mercado de bolsa. Em essência, essas práticas podem se manifestar de 3 (três) formas: (i) execução de ordens dos clientes contra a carteira própria do intermediário, (ii) cruzamento de ordens de dois clientes distintos do intermediário, em que um fecha negócio contra o outro, e (iii) encaminhamento da ordem a parceiro comercial do intermediário, que fechará a ordem contra sua própria carteira (prática conhecida como *preferencing* ou *payment for order flow*)¹²⁹.

130. Como pontuado, a prática de internalização se assemelha ao serviço de *client facilitation* desenvolvido pelo grupo XP, com a diferença de que, na internalização de ordens *stricto sensu*, a operação é inteiramente processada no ambiente da própria corretora¹³⁰.

131. Nesse sentido estrito, a internalização de ordens é, como regra, vedada no Brasil. Isso porque não se pode negociar valores mobiliários fora dos mercados regulamentados de valores mobiliários, nos termos do art. 94 da Resolução CVM 135. As exceções a isso são restritas, e estão previstas nos incisos do mesmo dispositivo: (i) negociações privadas; (ii) distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; (iii) integralização de cotas de fundos e clubes de investimento; (iv) evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; (v) alienação em oferta pública de aquisição; e (vi) outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação editada pela CVM, como as ofertas diretas já mencionadas.

¹²⁹ COSTA, Isac. XP facilitation, Oferta RLP e internalização à brasileira. *In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Vol. 92, 2021, DTR\2021\8717, versão digital, p. 2.

¹³⁰ **"A prática de facilitation, ainda que uma atividade cotidiana dos intermediários, não se confunde com a internalização sistemática. Isso porque as operações continuam a ser ordenadas pelos clientes para os intermediários e elas necessariamente se refletem em operações realizadas, por estes, em mercados organizados"** (YAZBEK, Otávio. Opinião Legal para XP Investimentos CCTVM S.A. colacionada nos autos do Processo Administrativo BSM nº 12/2016. Disponível em <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/pad-mrp/2-PAD-012-2016.pdf>. Acessado em 13.11.2023).

132. Como se vê, essas exceções não preveem a possibilidade de negociação de ações pelo intermediário dentro do seu próprio sistema de gerenciamento de ordens, como ocorreria tipicamente na internalização de ordens. Desse modo, é atualmente vedada a negociação em que o corretor (i) executa ordens de seus clientes internamente contra sua própria carteira, (ii) realiza o cruzamento de ordens dos clientes internamente, não registrando as operações em mercado organizado; ou (iii) negocia privadamente o fluxo de ordens com terceiro, para que este execute também internamente as ordens.

133. Embora atualmente existam restrições impostas à internalização de ordens no Brasil, essa prática em mercados internacionais, considerando suas particularidades, tem se revelado vantajosa tanto para intermediários quanto para investidores, ou seja, aumentando a qualidade do mercado como um todo.

134. Este capítulo analisará os efeitos da internalização – considerando suas características, como a ausência de transparência pré-negociação e a execução interna das operações – com o objetivo de elucidar seu impacto positivo na dinâmica e qualidade do mercado, especialmente no aumento da liquidez e redução de custos das transações¹³¹.

135. A internalização de ordens se relaciona com *dark pools* na medida em que apresenta como característica marcante a ausência de transparência pré-negociação, tal como ocorre no âmbito das Ofertas RLP¹³². As transações são executadas sem que ordens tenham sido exibidas previamente no livro central de ofertas¹³³.

¹³¹ "Within this fragmented market structure, dark trading—in the form of broker/dealer internalization and dark pools—has grown significantly. Dark pools have helped to reduce information leakage, minimize market impact, and increase investor choice. Along with the development of algorithms and smart order routing, dark trading facilities have helped investors optimize their order execution capabilities. Moreover, the results presented here suggest that dark trading does not harm market quality at its current levels. Increases in internalization and dark pool activity are initially found to be associated with lower bid–offer spreads and higher depth. Consequently, the proliferation of dark trading venues can be considered a positive development overall." (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 60. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>. Acessado em 07.10.2024).

¹³² "Trade internalisation refers to the activity of an intermediary matching buy and sell orders in an off-exchange environment, with the intermediary potentially acting as a counterparty to provide liquidity and ensure best execution. This concept is interchangeable with dark trading, and the execution of such trades away from public exchanges plays a significant role in financial markets. Trade internalisation (or dark trading) encompasses various trading systems, including alternative trading systems (ATS) such as dark pools and systematic internalisers." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 27).

¹³³ "A internalização "can also be broadly characterised as the process whereby a broker executes a buy or sell order using the firm's own inventory instead of routing it to a market or market-makers for execution (U.S. SEC, 2000). This process is closely related to dark trading, which can be understood as the execution of trades in private, off-exchange venues without pre-trade transparency regarding the price and quantity of orders placed (Monetary Authority of Singapore (MAS), 2019)." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 30).

136. São diversas as razões pelas quais os participantes do mercado podem preferir realizar suas operações em *dark pools*. Como já sistematizado pela International Organization of Securities Commissions ("IOSCO"), os *dark pools* possibilitam: (i) reduzir o risco de vazamento de informações sensíveis; (ii) minimizar os custos de impacto da ordem no mercado; (iii) facilitar a execução de grandes blocos, que podem ser difíceis de serem absorvidos em mercados transparentes devido à falta de profundidade no livro de ofertas; (iv) garantir melhor controle sobre uma ordem; (v) proteger a privacidade das informações contidas nas ordens, que podem ser reveladoras de estratégias negociais; (vi) gerenciar e limitar a interação com algoritmos ou programas que buscam identificar ou rastrear ordens ocultas usadas em mercados transparentes; (vii) aproveitar a possibilidade de melhoria de preço; e (viii) minimizar os custos de transação¹³⁴.

137. No mais, permitir a concorrência entre internalizadores de ordens, cada um com seu próprio *dark pool*, possibilita, além da evidente competição por melhoria de preço na busca por atrair maior fluxo de ordens, o surgimento de uma gama variada de serviços de colocação e processamento das ordens, visando atender os interesses dos diferentes participantes do mercado (que definitivamente não são homogêneos)¹³⁵.

138. Tal concorrência não deve ser vista como um complicador apto a justificar barreiras excessivas à inovação. Pelo contrário, como aponta o Parecer Gustavo Gonzalez, trata-se de evolução natural, que pode ser gerida com os ajustes adequados nas rotinas de supervisão e controle para lidar com as novas demandas:

"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

¹³⁴ IOSCO. Principles for Dark Liquidity, 2011, p. 11-12. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>. Acessado em 07.10.2024.

¹³⁵ "In addition to competing through prices, dark pools also compete by offering different order placement and processing services. No single venue can serve the interests of all investors, who differ in motivation, as well as size, type, and frequency of orders. Horizontal product differentiation in trading services allows dark pools to target and attract different sets of clients. Higher levels of differentiation may help sustain the presence of multiple venues even though economies of scale and network effects favour consolidation." (PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 35).

deveres que já obrigariam tais agentes a considerar adequadamente a concorrência no contexto do cumprimento de suas obrigações de supervisão”¹³⁶.

139. A diferenciação horizontal dos produtos e serviços de negociação ofertados pelos *dark pools* permite, portanto, a atração de diferentes perfis de clientes. Níveis mais elevados de diferenciação possibilitam a coexistência de um maior número de ambientes de negociação, mesmo considerando questões que contribuiriam para a consolidação do mercado, como economias de escala e dos efeitos de rede¹³⁷, permitindo que os investidores satisfaçam seus variados interesses e entaves à execução que consideram ideal¹³⁸.

140. Conforme aponta o Estudo Accenture, a internalização de ordens – colhendo também os benefícios proporcionados pelo *dark trading* – gera aumento na liquidez do mercado¹³⁹ e um aprofundamento do livro de ordens^{140/141}.

141. O aumento da liquidez, do qual o aprofundamento do livro de ordens é consequência, ocorre por duas principais razões. Em primeiro lugar, ao internalizarem ordens, os próprios intermediários estarão lançando ofertas, ainda que ocultas, que contribuem para o aumento da liquidez global do mercado.

142. Em segundo lugar, com a introdução de novas formas de negociação (como os *dark pools* dos internalizadores), e com a permissão da concorrência entre ambientes de negociação (no que se destaca a concorrência entre internalizadores), possibilita-se a

¹³⁶ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 41.

¹³⁷ PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 35.

¹³⁸ “[C]ompetition among market centers to satisfy different service needs of diverse clienteles is generally beneficial. The resulting segmentation helps traders solve their various trading problems at minimum cost. If information flows freely between market segments and if no serious agency problems are present, segmentation is unlikely to have any overwhelmingly negative effects on price formation and transaction costs”. (HARRIS, Larry. Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press, 2003, p. 535).

¹³⁹ “An increase in dark trading is associated with an increase in liquidity” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 49)

¹⁴⁰ Uma alta profundidade significa que o mercado tem mais capacidade para absorver ordens de maior volume, com menor impacto nos preços.

¹⁴¹ “A preliminary examination revealed a negative correlation coefficient of -0.2 between the bid-ask spread and a four-week lag in dark trading volume, suggesting that increased dark trading may coincide with a narrowing of the bid-ask spread. This trend indicates lower trading costs and greater market liquidity, particularly in the context of small-cap stocks” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 104-105).

satisfação de um maior número de interesses de investidores, o que torna o mercado mais atrativo para novos participantes^{142/143}.

143. Ao adotar uma estrutura de custos mais eficiente e oferecer taxas inferiores às praticadas nas bolsas, a internalização elimina intermediários e comissões adicionais¹⁴⁴. Isso gera um benefício significativo para o investidor ao reduzir os custos de negociação¹⁴⁵, refletidos nos emolumentos cobrados¹⁴⁶.

144. A redução dos emolumentos e taxas pagos para que se possa negociar em bolsa permite que os investidores otimizem o preço oferecido pelos ativos negociados, uma vez que, ao pagarem menos pela execução da ordem, transferem a economia para o próprio preço da operação, resultando no estreitamento do *bid-ask spread* entre as ordens¹⁴⁷.

145. Em sentido análogo, os estudos apontam que há uma correlação negativa entre o nível de internalização de ordens e *dark trading* com o *bid-ask spread*¹⁴⁸, ou seja, o aumento na internalização de ordens resulta na redução do *bid-ask spread*¹⁴⁹.

¹⁴² "O aumento da liquidez também é frequentemente mencionado como consequência da fragmentação de mercado sob o argumento de que quanto mais ambientes para negociar, mais ordens serão enviadas para esses ambientes em virtude da atração de investidores com necessidades e estratégias diferenciadas de atuação." (NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 38-39).

¹⁴³ "In contrast, Aquilina (2017) suggests that the coexistence of lit venues and dark pools could enhance overall market quality if traders can self-select their preferred trading venue based on their available information." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 59).

¹⁴⁴ "By matching trades internally, broker-dealers can reduce their execution costs and offer better pricing to clients." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 5).

¹⁴⁵ "This paper provides evidence that investors can reduce their execution costs by selecting venues with less pre-trade transparency, such as dark pools or venues with similar characteristics." (NEUMEIER, Christian; GOZLUKLU, Arie; HOFFMAN, Peter; O'NEILL, Peter; SUNTHEIM, Felix. Banning dark pools: Venue selection and investor trading costs, 2023, p. 14).

¹⁴⁶ "A redução de custos de transação é, aliás, um dos fortes argumentos a favor da fragmentação do mercado. Primeiro porque novos ambientes de negociação tendem a ter uma estrutura de custos mais enxuta que se reflete nos emolumentos cobrados. Além disso, há evidências de que, a partir da fragmentação do mercado, as corretagens cobradas pelos intermediários foram reduzidas, diminuindo o custo total por operação." (NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 38).

¹⁴⁷ "Fragmentation may reduce the spread through the competition channel. Intuitively, exchanges have less market power when they have more competitors and must therefore reduce their trading fees to retain investors. All else equal, lower fees induce a lower spread." (BALDAUF, Markus; MOLLNER, Joshua. Trading in Fragmented Markets. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 56, 2021, p. 12).

¹⁴⁸ Analogamente, a redução do *bid-ask spread* também se verifica com a implementação de *dark pools*: "We exploit a unique natural experiment—recent restrictions of dark trading in Canada and Australia—and proprietary trade-level data to analyze the effects of dark trading. Disaggregating two types of dark trading, we find that dark limit order markets are beneficial to market quality, reducing quoted, effective and realized spreads and increasing informational efficiency. In contrast, we do not find consistent evidence that dark midpoint crossing systems significantly affect market quality. Our results support recent theory that dark limit order markets encourage aggressive competition in liquidity provision." (FOLEY, Sean; PUTNINS, Talis J. Should we be afraid of the dark? Dark trading and market quality, 2016, p. 1).

¹⁴⁹ "More pertinently, the coefficients for %internal and %dark_pool are negative for quoted spreads and relative spreads, indicating that spreads decrease as dark trading increases. Analogously, depth increases as the proportions of internalization and dark pool activity increase. Collectively, these results suggest that increases in dark trading are associated with improvements in market quality." (CFA INSTITUTE. Dark Pools,

146. A diminuição do *bid-ask spread* melhora a liquidez do mercado, pois torna as negociações mais acessíveis e eficientes para os participantes do mercado. Em termos simples, o *spread* reduzido faz com que os investidores possam negociar ativos com menor perda de valor em relação ao preço de mercado. Isso torna as transações mais econômicas, o que revela um mercado mais eficiente, incentivando um volume maior de negociações. Com custos de transação mais baixos, há maiores incentivos para eventuais investidores participarem do mercado. Em última análise, como já se pode prever, esse ciclo virtuoso aumenta a quantidade de compradores e vendedores ativos, resultando em maior liquidez ao mercado¹⁵⁰.

147. Críticos à internalização de ordens e aos *dark pools* frequentemente suscitam que eles acarretam a chamada seleção adversa. Vale destrinchar o argumento.

148. Os participantes do mercado, para fins do que aqui se está tratando, podem ser divididos em investidores informados e não-informados^{151/152}. Os investidores informados

Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 54. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>. Acessado em 07.10.2024). E ainda: "Moreover, the results presented here suggest that dark trading does not harm market quality at its current levels. Increases in internalization and dark pool activity are initially found to be associated with lower bid-offer spreads and higher depth. Consequently, the proliferation of dark trading venues can be considered a positive development overall." (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 60. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>. Acessado em 07.10.2024).

¹⁵⁰ "This study assesses the outcome of attempts to improve market quality by reducing the potentially harmful market fragmentation, resulting from the practice of internalization. The results of an empirical investigation into the effects of the introduction of regulation by the Toronto Stock Exchange to centralize trading indicate a generally successful effort: spreads fell, volatility declined, and over market quality improved. Overall, the implementation of the Price Improvement Rule reduced opportunities for profiting at the expense of limit order traders, restored time priority, and increased price competition and order interaction among market and limit orders. A particularly interesting finding is the strong, negative association between internalization rates and spreads, suggesting an effective positive association between the practice of internalization and market quality. Thus, the disadvantages (fragmentation, loss of liquidity) brought about by the practice of internalization appear to be outweighed by the advantages (providing investor clientele with 'best' execution most closely aligned with each clientele's preferences). This favorable outcome appears to result from judiciously regulated internalization practiced under favorable market conditions. Financial markets may wish to carefully consider the role of the practice of internalization in a given market setting before enacting sweeping legislation designed to curb it." (LARRYMORE, Norris; MURPHY, Albert. Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation. Journal of Financial Research, 2009, p. 23-24).

¹⁵¹ "A distinção entre investidores informados e não-informados importa porque os informados adotam técnicas e ferramentas para extrair valor da análise dos fundamentos do emissor, ou da estatística de dados históricos, buscando antever o comportamento futuro de um ativo. Essa superioridade informacional lícita e legítima dá origem a uma modalidade específica de risco, o risco de seleção adversa ("adverse selection", também chamada de "winner's curse"). Um investidor afetado pela seleção adversa quando suas ofertas de compra ou de venda são identificadas e capturadas por investidores ainda melhor informados, que as agridem com a finalidade de afetar o preço dos negócios, piorando o resultado financeiro almejado". (SANTOS, Aline Menezes. A Intermediação em Mercado Secundário: Transformações e Desafios Atuais. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Vol. 1. São Paulo: Almedina, p. 36).

¹⁵² "Some traders are well informed about fundamental values and therefore very concerned about revealing their information, while others are relatively uninformed and very concerned about minimizing transaction costs. Uninformed traders prefer markets where they can be identified and given better prices. Informed traders prefer consolidated markets with anonymous trading so that they can hide in the order flow. Some traders are impatient to trade and therefore willing to pay for liquidity, while others are patient and willing to wait for their

tendem a realizar negociações no “lado certo” do livro de ofertas, posicionando-se para operar no lado da venda quando anteciparem uma queda de preço e no lado da compra quando esperarem uma alta.

149. Por outro lado, os investidores de varejo, considerados investidores não-informados, geralmente baseiam suas decisões em análises menos profundas do mercado, estando, por isso, mais suscetíveis a se encontrarem do “lado errado” do negócio, uma vez que negociam, por definição, com menor acesso e menor processamento de informações do que os investidores informados.

150. Em razão disso, costuma-se apontar que os intermediários preferem não internalizar ordens de investidores informados¹⁵³, para evitar negociar na “**ponta errada**” do mercado, que costuma ser a daquele que atua como contraparte de investidores informados¹⁵⁴.

151. Isso não costuma ocorrer em transações com investidores não-informados, que frequentemente atuam em igual grau em ambos os lados do mercado. A consequência é que o fluxo de ordens do varejo torna-se valioso e, por isso, os intermediários optam por internalizá-lo, ao passo em que enviam para o livro central as ordens dos investidores informados.

152. É por isso que há quem critique a internalização de ordens e os *dark pools* afirmando que, na medida em que há uma concentração de investidores informados nos mercados de bolsa, eles **tendem a se concentrar em um único lado do mercado (“ponta certa”)** e isso levaria a um aumento do *bid-ask spread*, já que as ordens de varejo que normalmente negociariam como contraparte não estão nesses mercados, por terem sido internalizadas. Em outras palavras, haveria uma concentração de investidores em um

price. The former prefer quote-driven markets, while the latter prefer order-driven markets. Notwithstanding these differences, all traders appreciate the benefits of consolidation. Traders often trade in markets that they do not like simply because those markets are most liquid. Conversely, no market will attract and keep liquidity if it does not provide good service to many traders. Competition among market structures generally reveals the market structures that best serve various types of traders.” (HARRIS, Larry. Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press, 2003, p. 540).

¹⁵³ *“Third, dark trading can make it easier for brokers to internalize order flow. Internalization of uninformed order flow is more profitable for a broker than informed order flow due to the differences in adverse selection costs. Therefore, internalization can also lead to a disproportionately large share of uninformed trades taking place in the dark. A disproportionately high proportion of uninformed trades in the dark implies an increased concentration of informed traders in the lit market.”* (COMERTON-FORDE, Carole; PUTNINS, Talis J. Dark Trading and Price Discovery. Journal of Financial Economics (Forthcoming), 2015, p. 8).

¹⁵⁴ *“Segmentation refers to the tendency for different types of traders to use different markets and can impact on price discovery. There are several reasons why dark trading can lead to segmentation of informed and uninformed order flow. First, at any point in time, informed traders are more likely than uninformed traders to cluster on one side of the market (either buying or selling). Consequently, informed traders face lower execution probability in the dark than uninformed traders (Zhu, 2014).”* (COMERTON-FORDE, Carole; PUTNINS, Talis J. Dark Trading and Price Discovery. Journal of Financial Economics (Forthcoming), 2015, p. 8.)

único lado do mercado, o que levaria aqueles dispostos a negociar do outro lado a contraírem o preço de suas ordens, com o intuito de minorar o risco de estarem operando do “lado errado”, ou por um “preço errado”.

153. Argumenta-se, por outro lado, que *dark pools* têm a capacidade de aprimorar o processo de formação de preços¹⁵⁵, apesar do risco de execução neles observado¹⁵⁶. Zhu aponta que, sob determinadas condições, a existência de *dark pools* que acolhem ordens de investidores não informados possibilita que as ordens dos investidores informados se destaquem, promovendo, assim, uma maior eficiência no mercado como um todo¹⁵⁷.

154. Ao concentrar informações essenciais para a formação de preços na bolsa, os *dark pools* que funcionam como *nondisplayed limit orderbooks* atraem de forma mais eficaz os investidores informados em comparação àqueles que realizam execuções no *midpoint* das cotações.

155. Contrariamente às preocupações levantadas por alguns participantes do mercado, a inclusão de um *dark pool* sob condições naturais realmente tem o potencial de melhorar a descoberta de preços na bolsa, e reduzir o risco de seleção adversa no mercado como um todo¹⁵⁸. A dinâmica de auto seleção dos investidores para um dos lados do mercado

¹⁵⁵ “When all informed traders possess similar sets of information—such as fundamental data about an asset’s value, as Zhu (2013) models—the self-selection dynamic fostered by dark pool trading can reduce adverse selection risk and improve price discovery efficiency. This is because the number of uninformed traders in the lit market decreases, resulting in fewer opportunities for informed traders to execute trades against uninformed counterparts.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 63).

¹⁵⁶ “Contrary to misgivings expressed by some regulators and market participants, I find that under natural conditions, adding a dark pool improves price discovery on the exchange.” (ZHU, Haoxiang, Do Dark Pools Harm Price Discovery?, Review of Financial Studies, 2014, p. 2). Com relação ao estudo de Zhu, Margareth Noda comenta que “a existência de um ambiente opaco que capture as ordens de investidores sem informação melhora o processo de formação de preços porque dele passam a participar preferencialmente as ordens dos investidores com informação.” (NODA, Margareth. Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação do Brasil. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 66).

¹⁵⁷ “Dark pools are equity trading systems that do not publicly display orders. Orders in dark pools are matched within the exchange bid-ask spread without a guarantee of execution. Informed traders are more likely to cluster on the heavy side of the market and therefore face a lower execution probability in the dark pool, relative to uninformed traders. Consequently, exchanges are more attractive to informed traders, whereas dark pools are more attractive to uninformed traders. Under natural conditions, adding a dark pool alongside an exchange concentrates price-relevant information into the exchange and improves price discovery.” (ZHU, Haoxiang, Do Dark Pools Harm Price Discovery?, Review of Financial Studies, 2014, p. 1).

¹⁵⁸ “We find that dark trading is linked with a statistically significant reduction in adverse selection risk and improvements in informational efficiency in the aggregate market. While liquidity improves with dark trading in the aggregate market, consistent with the literature (see as examples, Comerton-Forde and Putnin, 2015; Foley and Putnin, 2016), it deteriorates in the lit market. The decrease in adverse selection risk in the aggregate market does not necessarily imply a reduction in the number of informed traders in the market, rather it is similar to the impact of traditional upstairs broker-dealer venues. This effect is well-documented in the literature (see as an example Madhavan and Cheng, 1997). Specifically, dark trading venues, like upstairs markets that offer uninformed traders protection against adverse selection, increase the participation rate of uninformed/liquidity traders in the aggregate market, even as their participation rate declines in the lit market. The increased participation in dark venues dilutes the concentration of informed traders in the aggregate market. However, we also find that the relationship between dark trading and adverse selection risk in the

reduz o “ruído” nas ordens e na formação dos preços, o que permite que as informações sobre o valor dos ativos se tornem mais transparentes e interpretáveis, favorecendo a formação eficiente dos preços¹⁵⁹.

156. O Estudo Accenture aponta ainda que investidores não informados migram para negociar em *dark pools*, onde enfrentam menos risco de negociarem contra investidores informados e têm, por conseguinte, menor risco e proteção¹⁶⁰ contra a seleção adversa. O estudo também demonstra que a negociação em *dark pools* melhora a descoberta de preços, implicando em um mercado eficiente e com menor risco de seleção adversa^{161/162/163}.

157. Como observa o **Parecer Marcos Torres**, “a não transparência pré-negociação é uma forma de proteção da execução dos investidores menos informados e mais lentos e

aggregate market is non-linear, such that there is a threshold of dark trading value relative to the aggregate market trading value, when dark trading starts to negatively affect market quality characteristics. Based on our analysis, we estimate that, overall, dark trading of up to 14% of total trading value reduces adverse selection risk in the aggregate market. However, the threshold is significantly lower for very liquid stocks (approximately 9%) and far higher for less liquid ones (at around 25%).” (Ibikunle, Gbenga; Aquilina, Matteo; Diaz-Rainey, Ivan; Sun, Yuxin. City goes dark: Dark trading and adverse selection in aggregate markets (Forthcoming), 2021, p. 2.)

¹⁵⁹ “Execution risk in the dark pool drives my results. Because matching in the dark pool depends on the **availability of counterparties, some orders on the “heavier” side of the market—the side with more orders—will fail to be executed. These unexecuted orders may suffer costly delays. Because informed orders are positively correlated with the value of the asset and therefore with each other, informed orders are more likely to cluster on the heavy side of the market and suffer lower execution probabilities in the dark pool. By contrast, liquidity orders are less correlated with each other and less likely to cluster on the heavy side of the market; thus, liquidity orders have higher execution probabilities in the dark pool. This difference in execution risk pushes relatively more informed traders into the exchange and relatively more uninformed traders into the dark pool. Under natural conditions, this self selection lowers the noisiness of demand and supply on the exchange and improves price discovery.**” (ZHU, Haoxiang, Do Dark Pools Harm Price Discovery?, Review of Financial Studies, 2014, p. 3).

¹⁶⁰ “(...) uninformed traders shift towards dark pools because they face a reduced risk of being adversely selected by informed traders, who tend to concentrate on the lit exchanges. This self-selection based on information hold lowers the adverse selection risk for uninformed traders in dark pools.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 77).

¹⁶¹ “In summary, dark trading can play a crucial role in enhancing price discovery and market efficiency. By facilitating the movement of informed traders to lit markets and reducing noise, dark trading mechanisms can lead to more accurate price formation.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 59).

¹⁶² “Dark trading creates a safer and more cost-effective environment for these traders by reducing the risks of adverse selection and minimising price impacts from large orders (Nimalendran and Ray, 2014). This allows orders that might not have been submitted in lit markets to be executed in dark venues, resembling the role of upstairs markets, which similarly shield uninformed traders from adverse selection. Consequently, dark venues increase participation rates among uninformed or liquidity traders, even though their presence in lit markets declines, leading to improved market efficiency.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 130).

¹⁶³ “The analyses conducted during this report indicates that, when combined with the appropriate regulation, internalised trades lead to better price discovery as seen in the NYSE (New York Stock Exchange: SEC Tick size pilot program of small caps – US), aiding uninformed investors. This conclusion aligns with the literature reviewed on **adverse selection: as discussed in Zhu’s (2013) model, allowing trade internalisation leads uninformed investors to concentrate their trades in dark pools, thereby reducing the risk of having informed traders as counterparties and thus lowering the risk of adverse selection. Consequently, informed traders concentrate in the lit exchange, enhancing price discovery in the market.**” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 131).

adiciona valor ao mercado”¹⁶⁴. Ao criar um ambiente mais equilibrado, a internalização minimiza o risco de execução, especialmente para aqueles que não têm as mesmas condições técnicas e informacionais de investidores mais sofisticados.

158. Na medida em que intermediários executam ordens internamente, eles contribuem para a fragmentação do mercado, o que leva a uma redução no tempo de execução das transações^{165/166}.

159. No mesmo sentido, a internalização de ordens frequentemente resulta em preços mais competitivos em relação aos disponíveis no mercado. Dessa forma, quando um intermediário executa internamente uma ordem de um cliente a um preço superior ao disponível no mercado de bolsa, ele provoca um incremento nos preços de fechamento.

160. E tal como ocorre com as Ofertas RLP no Brasil, alguns países (como Austrália e Canadá¹⁶⁷) exigem que os intermediários melhorem o preço de execução do negócio se desejarem internalizá-lo, o que gera uma melhoria no preço de execução para o investidor cuja ordem é internalizada¹⁶⁸.

¹⁶⁴ Parecer Marcos Torres, novembro de 2024, p. 5.

¹⁶⁵ “From a transactions cost perspective, fragmentation appears to reduce effective spreads and increase execution speeds. [...] These results suggest that fragmentation has enhanced the competitive nature of U.S. equity markets without degrading its transactional or informational efficiency.” (O’HARA, Maureen; YE, Mao. Is Market Fragmentation Harming Market Quality?, 2009, p. 25-26).

¹⁶⁶ “Trade internalisation can impact market liquidity in several ways. It can provide immediate execution and potentially better prices for certain orders, thereby enhancing liquidity (Comerton-Forde and Putnins, 2015). This immediate execution can be particularly beneficial for large orders, as it allows them to be filled quickly and discreetly (Degryse et al., 2015).” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 52).

¹⁶⁷ FOLEY, Sean; PUTNINS, Talis J. Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?, 2014, p. 1.

¹⁶⁸ Vale ressaltar que eventual obrigação de incremento no preço deve ser feita de tal modo que não faça com que as ordens sejam executadas no *National Best Bid and Offer midpoint*, pois isso teria impacto negativo na qualidade do mercado, aumentando o *bid-ask spread*: “We analyze the recent introduction of minimum price improvement requirements for dark trades in Canada and Australia. To date, these are the only two countries to have imposed significant regulation on dark trading in response to regulatory concern that growth in dark trading may have adverse effects on public markets. We examine how the regulations impacted trading and order submissions using a series of specific metrics. We also examine the ultimate impact on market quality, as measured by a series of liquidity and informational efficiency measures. Our evidence indicates that the regulation impacted most characteristics of trading and order submissions in a relatively predictable way. In both countries the regulation caused a substantial reduction in the amount of dark trading. In Australia, the reduction in dark trading was accompanied by an increase in block trading, largely because of a contemporaneous reduction in the size thresholds that allows trades to qualify as blocks and thereby avoid the minimum price improvement requirements. Not all dark trading venues and mechanisms were impacted equally. In general, venues/mechanisms in which dark trades tended to execute with relatively more price improvement before the regulation did not suffer significant reductions in market share, and in many cases gained volume from venues/mechanisms in which dark trades offered little or no price improvement. Almost all dark trades, in both countries, were driven to execute at the NBBO midpoint after the regulation. The absence of dark trades at prices between the NBBO and its midpoint is largely because the spread for the majority of stocks in both countries is only one or two ticks wide. A consequence of forcing all dark trades to the midpoint is that two-sided dark markets in which dark liquidity concurrently exists on both the buy and sell sides cannot exist. We also find a decline in broker internalization of client orders in the dark following the introduction of minimum price improvement rules. Somewhat less consistent with the regulatory objectives, we find no evidence of an increased propensity for market participants to post lit liquidity, as measured by lit limit order submissions to traded volume and lit depth to traded volume. Furthermore, we find no evidence that average trade sizes in

161. O objetivo de se exigir que os intermediários incrementem o preço de uma ordem ao executá-la internamente é proteger os investidores que fornecem liquidez em ambientes com transparência pré-negocial. Desse modo, condiciona-se que o internalizador apenas passe na frente da ordem disposta previamente no mercado com transparência pré-negocial (livro central) se melhorar o preço da ordem. Isso diminuiria eventuais desincentivos para se lançar ofertas limites no livro central¹⁶⁹, decorrentes

the dark increased: they remained approximately unchanged in Canada and significantly decreased in Australia. In contrast, the effect of the regulation on higher-level market quality characteristics such as liquidity and informational efficiency was less predictable ex-ante due to the large number of competing effects. Our findings suggest the impact of the regulation on liquidity in particular is not in line with regulatory objectives. More specifically, we find that quoted and effective spreads as well as price impacts in both countries are increased after the regulation, indicating a deterioration in liquidity. [...] A natural question raised by our analysis is where did the regulations go wrong with respect to promoting liquidity, and can regulation of dark trading be better designed to achieve improvements in market quality? Our analysis reveals that, consistent with theory, the main reason why the minimum price improvement regulation resulted in wider spreads and larger price impacts is that it effectively prohibited two-sided dark limit order markets in the large number of stocks where the spread is constrained by the tick size. In such stocks, dark trades are forced to execute at the midquote, which transforms the structure of the dark market into a crossing system in which liquidity can only exist on one side of the market at any point in time. While this may seem harmless and consistent with benefiting the market by preventing dark orders from 'jumping the queue' in lit markets, it causes a fundamental change in the nature of dark trading. Theory predicts that two-sided dark limit order markets can improve liquidity, yet dark crossing systems are harmful and our empirical results support this notion. An implication of our findings is that existing minimum price improvement regulations (such as the rules implemented in Canada and Australia) could be improved by implementing changes to tick sizes so as to allow dark trades to provide price improvement, yet also maintain a two-sided dark limit order market, rather than be forced to the midpoint. An implication for jurisdictions considering minimum price improvement rules is to concurrently conduct a review of tick sizes and consider reductions in tick sizes if spreads are often constrained to one tick. The US Securities and Exchange Commission has proposed a pilot study of the effects of changing the tick size. However, the main change due to be tested is an increase in the tick size from \$0.01 to \$0.05. Our results suggest that if minimum price improvement is to be mandated for dark trades, the SEC should also test a regime of decreased tick sizes." (FOLEY, Sean; PUTNINS, Talis J. Regulatory efforts to reduce dark trading in Canada and Australia: How have they worked?, 2014, p. 40-43). **Em sentido similar:** *"This study assesses the outcome of attempts to improve market quality by reducing the potentially harmful market fragmentation, resulting from the practice of internalization. The results of an empirical investigation into the effects of the introduction of regulation by the Toronto Stock Exchange to centralize trading indicate a generally successful effort: spreads fell, volatility declined, and overall market quality improved. Overall, the implementation of the Price Improvement Rule reduced opportunities for profiting at the expense of limit order traders, restored time priority, and increased price competition and order interaction among market and limit orders. A particularly interesting finding is the strong, negative association between internalization rates spreads, suggesting an effective positive association between the practice of internalization and market quality. Thus, the disadvantages (fragmentation, loss of liquidity) brought about by the practice of internalization appear to be outweighed by the advantages (providing investor clienteles with 'best' execution most closely aligned with each clientele's preferences). This favorable outcome appears to result from judiciously regulated internalization practiced under favorable market conditions. Financial markets may wish to carefully consider the role of the practice of internalization in a given market setting before enacting sweeping legislation designed to curb it."* (LARRYMORE, Norris; MURPHY, Albert. Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation. Journal of Financial Research, 2009, p. 23-24).

¹⁶⁹ "[R]etail internalization has the greatest propensity to intensify the degree of informed order flow on exchanges, as noted in the literature, which, in turn, can increase adverse selection risk and can disincentivize investors from posting limit orders in public markets if there is too much internalization. Therefore, to strengthen competition among venues and reduce the probability of dark trading becoming predominant, internalization should be subjected to an appropriate regulatory framework. As the literature suggests, such an approach can lead to increased market quality. Encouraging broker preferencing to provide meaningful price improvement or to route orders to an exchange should help prevent excessive privatization of order flow away from public markets." (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 61. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>. Acessado em 08.10.2024).

exemplificativamente do aumento da chance de se negociar contra um investidor informado e, por isso, na “ponta errada” do mercado¹⁷⁰.

162. No mais, ao fazer com que as ordens sejam negociadas em *dark pools*, a internalização absorve parte da volatilidade do mercado, já que não exhibe publicamente ordens muito grandes que poderiam contribuir para o aumento de volatilidade¹⁷¹. Esse fenômeno torna-se ainda mais evidente durante períodos de estresse no mercado, levando à melhora nos níveis de liquidez¹⁷²: “*Contrary to concerns that internalisation could exacerbate volatility, our analysis finds that internalised markets can act as stabilisers, particularly during times of market stress.*”¹⁷³.

¹⁷⁰ Segundo o CFA Institute, “[t]he results of our analysis show that increases in dark pool activity and internalization are associated with improvements in market quality, but these improvements persist only up to a certain threshold. When a majority of trading occurs in undisplayed venues, the benefits of competition are eroded and market quality will likely deteriorate.” (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 2. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>. Acessado em 08.10.2024). Assim, para proteger a integridade do mercado, o referido instituto recomenda que, para internalizar ordens de varejo, o intermediário tenha que oferecer um incremento significativo de preço. Essa proposta, conforme explica, “would require broker/dealers to either internalize marketable retail order flow with significant price improvement, thereby generating economically meaningful savings for retail investors, or route the order flow to an exchange to execute against the displayed quotations in the order book. This approach would provide some protection to market participants posting limit orders by limiting the scope for OTC market makers to step in front of those orders by simply matching the best prices posted in displayed markets or by providing only nominal price improvement. It would thus minimize any disincentive to post displayed limit orders and would uphold market integrity.” (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 6. Disponível em <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>. Acessado em 08.10.2024).

¹⁷¹ “[...] theoretical models hold that because dark pools segment the market between the informed and uninformed, their presence may reduce price volatility: in this setting, orders from informed traders concentrate on lit venues where price formation occurs, while the noise from orders of uninformed traders is removed as these orders move to dark venues. Comerton-Forde and Putnits (2015) find that as the share of dark trading increases, quotes from liquidity providers become more important relative to trade prices in discounting new information in market prices; this is consistent with the view that liquidity providers in the lit market become more informed as uninformed traders move to dark pools. In such a setting, greater use of dark pools could imply lower volatility as more uninformed flow is removed from price formation.” (PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 49). Assim concluem os autores: “The review of the scant literature on this topic suggests that there is limited evidence for a detrimental impact of dark pool trading on price formation and volatility in equity markets.” (PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 52).

¹⁷² “Overall, the evidence suggests that dark trading contributes positively to market stability by absorbing volatility and enhancing liquidity. While its role may vary depending on market conditions, dark trading serve as an essential mechanism for mitigating adverse market impacts, especially during times of stress. As market participants navigate complex trading environments, the continued utilisation of dark trading can help stabilise markets, ensuring that liquidity is preserved, and price discovery remains effective.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 57). **Mais especificamente:** “The experience of the U.S. and South Africa during the 2008 financial crisis and the COVID-19 pandemic demonstrates that dark trading contributed to dampening volatility. Using Granger causality tests, we show that internalisation is negatively correlated with short-term volatility, suggesting that internalised trading can absorb market shocks more efficiently than fully lit venues. For instance, data from the Russell 2000 and South Africa’s JSE indices show that during periods of heightened uncertainty, the share of trades executed internally increased, contributing to lower overall volatility. This finding challenges the assumption that internalisation would lead to more significant price swings, suggesting instead that it provides a stabilising mechanism by allowing large trades to occur without moving the market.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 4).

¹⁷³ (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 4).

163. Dentre os benefícios para o internalizador, destaca-se a possibilidade de receber comissões de ambos os lados de transação, especialmente em casos de *order crossing* ou *order preferencing*¹⁷⁴.

164. Especificamente em contextos de *order preferencing*, quando a execução de ordens ocorre contra a carteira de um parceiro comercial do intermediário, este é recompensado pelo *payment for order flow*, que lhe garante uma compensação adicional pela priorização do fluxo de ordens.

165. Como regra geral, o artigo 26 da Resolução CVM 35 estabelece que a remuneração paga por um intermediário a outro no contexto de repasse de fluxo de ordens não é vedada no Brasil¹⁷⁵, devendo, no entanto, ser divulgada aos clientes em relação aos valores¹⁷⁶ e descrições¹⁷⁷.

166. A prática de *payment for order flow* revela-se benéfica para o mercado, particularmente por ser vista como resposta às demandas de uma diversificada base de investidores no que se refere à competitividade e à inovação¹⁷⁸.

167. Intermediários que não teriam porte suficiente para negociar com sua própria carteira contra o fluxo de ordens de seus clientes podem vender esse fluxo para um parceiro comercial. Assim, (i) os investidores se beneficiam, especialmente pelo incremento no preço de fechamento da ordem internalizada; (ii) o intermediário que repassa a ordem é pago por tal fluxo; e (iii) o intermediário que negocia como contraparte

¹⁷⁴ "For example, order preferencing may reduce broker search costs, allowing the savings to be passed along to customers in the form of reduced commissions. In addition, there are dimensions of market quality other than price competition, such as speed of execution and reliability. Preferencing may improve these areas of market quality also." (CHUNG, Kee; CHUWONGANANT, Chairat e MCCORMICK. Order Preferencing and Market Quality on NASDAQ before and after Decimalization, 2003, p. 29).

¹⁷⁵ AIR Parcial, p. 74

¹⁷⁶ Resolução CVM 35 "Art. 26-A. O intermediário deve informar seus clientes, na forma prevista nas disposições deste Capítulo, sobre sua remuneração pela oferta de valores mobiliários, bem como sobre potenciais conflitos de interesse a que esteja sujeito. § 1º As informações devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro. § 2º As informações devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa".

¹⁷⁷ Resolução CVM 35: "Art. 26-B. O intermediário deve disponibilizar em sua página na rede mundial de computadores a descrição qualitativa de todas as formas e arranjos de remuneração e conflitos de interesse que sejam pertinentes a sua atuação, nos termos dos arts. 26-C e 26-D. § 1º Não é necessária a divulgação na página da rede mundial de computadores de que trata o caput de valores ou percentuais efetivamente praticados pelo intermediário, mas sim os parâmetros e termos gerais adotados. § 2º A página na rede mundial de computadores de que trata o caput deve ser atualizada no mesmo dia em que modificada qualquer informação que nela deva ser divulgada".

¹⁷⁸ "The practices of payment for order flow and internalization could also represent competitive, innovative responses to demands of a diverse investor clientele. Investors may seek liquidity within decidedly different contexts, and may differ in terms of what they want most from a trade at any given point in time, along several dimensions: obtaining a particular trade size, anonymity, or speed may be prioritized over obtaining the best price." (LARRYMORE, Norris; MURPHY, Albert. Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation. Journal of Financial Research, 2009, p. 6).

lucra ao fechar operações em ambos os lados do mercado, contra investidores não-informados.

168. Nesse sentido, há número crescente de evidências demonstrando que tanto o *payment for order flow* quanto a internalização podem proporcionar serviços de negociação superiores a custos reduzidos¹⁷⁹.

169. Outro aspecto a ser abordado refere-se ao ponto ótimo¹⁸⁰ na relação entre *dark trading* e dinâmica do mercado, cuja ultrapassagem pode ser associada à degradação e declínio de eficiência do mercado^{181/182}.

170. Por essa razão, o volume total de negócios provenientes das Ofertas RLP está restrito a um limite máximo de 15% do volume diário total do mercado, como já pontuado anteriormente. Esse valor foi estabelecido para que houvesse um controle maior sobre essas ofertas e seus impactos.

171. De acordo com o estudo de Alan de Genaro e Pedro Saffi, o ponto de inflexão se situa em torno de 20%¹⁸³, o que sugere que o valor regulatório de 15% estaria aquém deste valor. Dessa forma, o mercado poderia ainda não estar desfrutando plenamente do que a Oferta RLP poderia oferecer.

¹⁷⁹ "A growing body of evidence suggests that internalizing and purchasing order flow may provide superior trading services at lower costs. Battalio (1997) finds that effective bid-ask spreads do not increase and quoted spreads fall when a major third market broker-dealer (Madoff Securities) begins selectively purchasing order flow, and concludes that Madoff uses a cost advantage to process orders." (LARRYMORE, Norris; MURPHY, Albert. Internalization and Market Quality: An Empirical Investigation. Journal of Financial Research, 2009, p. 6-7).

¹⁸⁰ "As noted in Section 7.2, the coefficients for %internal and %dark_pool and their squares imply the existence of a turning point in the relationship between dark trading and market quality. That is, market quality initially improves as dark trading increases but declines beyond a certain threshold." (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 64. Disponível em: <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>).

¹⁸¹ "The estimated turning point in the relationship between internalization and relative bid-offer spreads predicted by the model is 43.2%, as shown in Figure 11. That is, beyond a market share of approximately 43%, internalization is associated with deteriorating market quality". (CFA INSTITUTE. Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, 2012, p. 65. Disponível em: <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/dark-pools-internalization-and-equity-market-quality>).

¹⁸² A existência de um ponto de inflexão também ocorre no que se refere às Ofertas RLP. Afinal, nelas tampouco existe transparência pré-negocial: "Assim como em outros estudos internacionais, identificamos que existe um ponto ótimo para os minicontratos de dólar e índice a partir do qual o aumento na parcela do volume internalizado tem impactos negativos na qualidade do mercado. Por oportuno, cabe observar que o valor regulatório de 15% se encontra aquém do ponto de inflexão". (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 49. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

¹⁸³ "Podemos observar claramente a presença de uma relação quadrática entre o spread verificado no livro e a proporção de ofertas internalizadas. Similar ao observado no mercado americano (CFA Institute (2012)), existe um "ponto ótimo" de internalização, ao redor de 20% e a partir desse ponto, a qualidade do mercado diminui (i.e., maiores spreads) caso haja um aumento do nível de internalização." (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 28. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

172. A XP não se opõe à implementação de um limite técnico máximo para a internalização de ordens, assim como se estabeleceu para as Ofertas RLP. Seria razoável que se estabelecesse um limite único para abranger tanto as ordens internalizadas dentro da bolsa quanto fora, na medida em que ambas implicam, de certa forma, em *dark trading*¹⁸⁴.

173. À luz das discussões e constatações anteriores da CVM sobre os benefícios associados às Ofertas RLP, a internalização de ordens poderia operar de maneira similar e apresentar efeitos positivos análogos aos observado com as Ofertas RLP.

174. Tendo em vista que a internalização de ordens trouxe benefícios para a qualidade dos mercados em que foi implementada (como se observa no Estudo Accenture e dos outros diversos estudos já realizados sobre o tema), não há razões para se pensar que os resultados seriam diferentes no Brasil, especialmente considerando a experiência bem-sucedida da Oferta RLP.

175. Conforme apontado neste capítulo, as vantagens da internalização de ordens abrangem, mas não se limitam a (i) surgimento de novos ambientes de negociação, que (a) visam satisfazer interesses de diversos tipos de investidores e (b) intensificam a concorrência pelo fluxo de ordens de varejo; (ii) redução dos custos, taxas e emolumentos a serem arcados pelos investidores (iii) estreitamento do *bid-ask spread* entre as ordens; (iv) liquidez e profundidade maiores e contínuos; (v) maior eficiência na formação do preço; (vi) maior celeridade na execução de ordens; (vii) possibilidade de incremento no preço de fechamento das operações; (viii) redução na volatilidade do mercado; e (ix) possibilidade de *payment for order flow*.

¹⁸⁴ A existência de limites específicos para cada ativo pode ser vantajosa para o mercado, uma vez que os efeitos da negociação sem transparência prévia podem ser distintos a depender do ativo em questão: "The overall impact of these changes on informational efficiency depends on the level of dark trading. We show that for the typical stock, the level of dark trading is not harmful. However, for stock-days with high levels of dark trading, price discovery is harmed. Together, the results provide support for the concerns of regulators that high levels of dark trading harm informational efficiency and price discovery. High levels of dark trading are found to be harmful throughout the sample period, in large and in small stocks. This does not, however, mean that dark trading in general or even in equilibrium is harmful. Our results indicate that low levels of dark trading do not have a negative impact on informational efficiency and might even be beneficial. For most stocks in our sample, the level of dark trading on a typical day is below harmful levels. This result has important policy implications. It provides evidence that regulatory action should consider the level of dark trading in specific stocks, rather than the aggregate market level of dark trading. Regulatory changes proposed in MiFID II to cap dark trading at 4% per venue and 8% across all venues in Europe could have unintended consequences, particularly if these caps are below harmful levels for the European market." (COMERTON-FORDE, Carole; PUTNINS, Talis J. Dark Trading and Price Discovery. Journal of Financial Economics (Forthcoming), 2015, p. 35-36).

176. Com isso, a presente manifestação avançará, para além do debate sobre os já reconhecidos benefícios da internalização de ordens, passando para uma discussão mais aprofundada sobre como sua implementação poderia ser realizada no Brasil.

V. O internalizador de ordens como entidade administradora de mercado de balcão organizado

177. Como se depreende da Resolução CVM 135, existem no Brasil 3 (três) modalidades de mercados regulamentados de valores mobiliários, quais sejam, mercado organizado de bolsa, mercado organizado de balcão e mercado de balcão não organizado¹⁸⁵.

178. Não há conceito explícito para cada um desses mercados, de modo que são definidos mais por suas características, e em que medida elas se amoldam aos balizadores previstos na Resolução CVM 135, do que por conceitos fechados e rígidos.

179. Nos termos do art. 3º da Resolução CVM 135, a caracterização do mercado de balcão não organizado é de ordem residual. Considera-se que uma negociação é realizada no mercado de balcão não organizado quando ela não for realizada ou registrada em mercado organizado. E, para que se considere que a negociação seja realizada em mercado de balcão não organizado, é necessário que um integrante do sistema de distribuição previsto nos incisos I, II ou III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 07.12.1976 ("Lei nº 6.385/1976")¹⁸⁶ intervenha (i) como intermediário, ou (ii) como parte, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

180. Já o mercado organizado de valores mobiliários é definido como o "*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*"¹⁸⁷.

¹⁸⁵ Cf. art. 1º, inciso VIII, da Resolução CVM 135.

¹⁸⁶ **Lei nº 6.385/1976**, "Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; [...]".

¹⁸⁷ Cf. art. 1º, inciso VII, da Resolução CVM 135.

181. Mercados organizados são sistemas em que há um conjunto restrito de participantes admitidos, nos termos dos arts. 80 a 85 da Resolução CVM 135, que podem atuar tanto via carteira própria (na qualidade de principal), como na condição de intermediário dos investidores (na qualidade de agentes), intermediando negociações ou registrando operações previamente acordadas.

182. Embora seja permitida a negociação simultânea, como regra geral, de valores mobiliários em mais de uma categoria de mercado organizado, é vedada a negociação de ações e outros valores mobiliários representativos de ações de modo simultâneo em mercado de bolsa e de balcão organizado¹⁸⁸, exceto para negociação de grandes lotes de ações^{189/190}.

183. O mercado organizado de valores mobiliários se subdivide em mercado organizado de bolsa e mercado organizado de balcão. O art. 4º da Resolução CVM 135 estabelece um rol não taxativo de características que diferenciam os mercados organizados de bolsa e de balcão¹⁹¹.

184. A existência de ambiente ou sistema para o registro de operações previamente realizadas (art. 4º, inciso I, da Resolução CVM 135) e a possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário (art. 4º, inciso III, da Resolução CVM 135), são características exclusivas do mercado de balcão organizado.

185. Mercados organizados de balcão tendem a ter um volume operado em seus ambientes e sistemas menor do que o observado em mercados de bolsa (art. 4º, inciso IV, da Resolução CVM 135). O mercado de balcão organizado, além disso, visa público investidor em média mais qualificado do que aquele observado em mercado de bolsa (art. 4º, inciso V, da Resolução CVM 135).

186. Outra distinção relevante, prevista no art. 4º, inciso II da Resolução CVM 135, refere-se às regras adotadas nos ambientes ou sistemas de negociação para a formação

¹⁸⁸ Cf. art. 90, da Resolução CVM 135.

¹⁸⁹ Cf. art. 95, da Resolução CVM 135.

¹⁹⁰ É ainda vedada a negociação fora de mercado organizado de qualquer valor mobiliário previamente já admitido à negociação em algum ambiente, exceto num rol restrito de hipóteses, conforme art. 95, da Resolução CVM 135.

¹⁹¹ **Resolução CVM 135.** "Art. 4º São características que diferenciam os mercados organizados de bolsa e de balcão, dentre outras: I – a existência de ambiente ou sistema para o registro de operações previamente realizadas; II – as regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 116 e 119, no caso de bolsa, e arts. 145 e 146, no caso de balcão organizado; III – a possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário; IV – o volume operado em seus ambientes e sistemas; e V – o público investidor visado pelo mercado. Parágrafo único. As características previstas nos incisos I e III só são admitidas para os mercados de balcão organizado."

de preços de cada mercado, conforme descrito nos arts. 116¹⁹² e 119¹⁹³ da Resolução CVM 135, no caso de bolsa, e nos arts. 145¹⁹⁴ e 146¹⁹⁵ da Resolução CVM 135, no caso de balcão organizado.

187. Em síntese, a norma prevê que os mercados de bolsa são aqueles que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários mediante sistema centralizado e multilateral de negociação ou mediante formadores de mercado com ofertas firmes¹⁹⁶.

188. Já as estruturas dos mercados organizados de balcão possibilitam uma gama mais ampla de modalidades de negociação, quais sejam: (i) registro de operações previamente organizadas; (ii) negociações via sistemas centralizados e bilaterais de negociação, por contrapartes previamente habilitadas; ou (iii) tal como os mercados de bolsa, a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários (a) via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou (b) via formadores de mercado com ofertas firmes¹⁹⁷.

189. Com isso, em se estando diante de interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários (i) via sistemas centralizados e multilaterais de negociação ou (ii) via formadores de mercado com ofertas firmes, para definir se trata-se de mercado

¹⁹² **Resolução CVM 135:** "Art. 116. Mercado de bolsa é aquele que I – funciona regularmente como sistema centralizado e multilateral de negociação e que possibilita o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou II – permite a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda. Parágrafo único. As operações realizadas no mercado de bolsa devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central."

¹⁹³ **Resolução CVM 135.** "Art. 119. O ambiente ou sistema de negociação da bolsa deve possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente: I – a regular, adequada e eficiente formação de preços; II – a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e III – a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo valores mobiliários negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços. § 1º Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM. § 2º A negociação, em mercado organizado de bolsa, de recibos de subscrição de ações emitidos por companhia aberta quando houver distribuição simultânea no Brasil e no exterior deve observar o disposto no Anexo Normativo III a esta Resolução."

¹⁹⁴ **Resolução CVM 135.** "Art. 145. Os ambientes ou sistemas de negociação do mercado de balcão organizado devem possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidas e divulgadas, que permitam, permanentemente, a regular, adequada e eficiente formação de preços, assim como a pronta realização e registro das operações realizadas."

¹⁹⁵ **Resolução CVM 135.** "Art. 146. Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no ambiente ou sistema de negociação, ressalvados procedimentos específicos de negociação previstos em regulamento aprovado pela CVM."

¹⁹⁶ Vide art. 116, da Resolução CVM 135.

¹⁹⁷ Vide art. 142, da Resolução CVM 135.

organizado de bolsa ou de balcão, deve-se aferir o volume operado e o público investidor visado pelo mercado, nos termos já expostos acima.

190. Dependendo das circunstâncias do caso concreto, o Colegiado da CVM pode determinar a transformação do mercado de balcão organizado em mercado de bolsa¹⁹⁸, desde que seja conduzido processo administrativo que assegure o contraditório e a ampla defesa¹⁹⁹. O objetivo central da norma é permitir que a CVM exija essa transformação nos casos em que um mercado originalmente criado com características de balcão organizado, ao longo do tempo, adquire atributos mais próximos aos de um mercado de bolsa, o qual demanda uma regulação mais rigorosa e detalhada.

191. Ambos os tipos de mercado organizado de valores mobiliários devem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras de mercado organizado, as quais devem ser autorizadas a funcionar pela CVM²⁰⁰.

192. A estrutura, organização e o funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado estão conjuntamente previstos na Resolução CVM 135. Tal norma, não obstante, faculta ao Colegiado da CVM dispensar a observância de certos requisitos caso (i) eles sejam incompatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou (ii) as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade^{201/202}.

193. Os requisitos impostos à estrutura, organização e ao funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado dizem respeito principalmente (i) aos órgãos que devem compor a estrutura dessas entidades administradoras²⁰³; (ii) à organização, as competências e funções de cada um desses órgãos²⁰⁴; (iii) ao exercício social e as demonstrações financeiras²⁰⁵; (iv) às informações de divulgação obrigatória ao mercado²⁰⁶; (v) à formação do capital social²⁰⁷; e (vi) à composição da estrutura de autorregulação²⁰⁸. No mais, há ainda algumas normas específicas sobre os termos em

¹⁹⁸ Art. 5º, da Resolução CVM 135.

¹⁹⁹ Art. 174, inciso II, da Resolução CVM 135.

²⁰⁰ Cf. art. 9º, da Resolução CVM 135.

²⁰¹ Cf. art. 9º, §4º, da Resolução CVM 135.

²⁰² Essas dispensas ou eventuais autorizações especiais concedidas podem ser modificadas mediante decisão do Colegiado da CVM, em razão das características concretas dos mercados de bolsa ou de balcão organizado, nos termos do art. 5º, da Resolução CVM 135.

²⁰³ Arts. 20 a 22, da Resolução CVM 135.

²⁰⁴ Arts. 23 a 37, da Resolução CVM 135.

²⁰⁵ Art. 38, da Resolução CVM 135.

²⁰⁶ Arts. 39 a 42, da Resolução CVM 135.

²⁰⁷ Arts. 43 a 46, da Resolução CVM 135.

²⁰⁸ Arts. 47 a 76, da Resolução CVM 135.

que as operações devem ocorrer nos mercados organizados²⁰⁹, e sobre aspectos relacionados ao gerenciamento de riscos e controles internos²¹⁰.

194. Como se vê, tais requisitos regulamentares foram desenvolvidos conjuntamente para os mercados organizados de bolsa e de balcão. Isto é, não foram elaborados dois corpos de normas distintos tendo em vista as peculiaridades de cada mercado. Foi desenvolvido um único conjunto normativo, e aplicados “**descontos regulatórios**” visando reduzir as exigências regulatórias para os mercados organizados de balcão.

195. Como reconhecido pela própria CVM no âmbito da audiência pública que precedeu a Instrução CVM 461, “*a concessão de ‘descontos regulatórios’ aos mercados de balcão [...] foram relativamente poucos ao longo da minuta*”²¹¹. Este cenário, que quase não se alterou com o advento da Resolução CVM 135, torna demasiado custosa a emergência de novos mercados organizados de balcão, dificultando a entrada em especial de estrutura de menor porte, e impondo barreiras injustificadas à concorrência essencial nesse mercado²¹².

196. Os únicos descontos regulatórios conferidos aos mercados organizados de balcão, comparado com os mercados de bolsa, são: (i) ausência de obrigatoriedade de autorização da CVM para aquisição direta ou indireta participação superior a 15% do capital votante da entidade administradora²¹³; (ii) ausência do limite de 10% do capital votante da entidade administradora de mercado detido por intermediário participante ou de pessoas economicamente ligadas a ele²¹⁴; (iii) ausência da obrigação de serem os membros independentes do conselho de administração da entidade administradora os competentes para eleger e destituir o diretor do departamento de autorregulação²¹⁵; (iv) ausência de obrigatoriedade da entidade administradora contar com comitê de auditoria²¹⁶; (v) apenas um quarto, e não a metade, do conselho de administração da entidade administradora dever ser composto por conselheiros independentes²¹⁷; e (vi) ausência de obrigatoriedade de manutenção de mecanismo de ressarcimento de prejuízos (“MRP”)²¹⁸.

²⁰⁹ Arts. 77 a 100, da Resolução CVM 135.

²¹⁰ Arts. 101 a 115, da Resolução CVM 135.

²¹¹ Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/07, p. 7.

²¹² A esse respeito, vide BELTRÃO, Hélio. Sobre o Monopólio da B3. Folha de São Paulo, 23.08.2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/helio-beltrao/2022/08/sobre-o-monopolio-da-b3.shtml>. Acessado em 30.09.2024.

²¹³ Art. 152, I c/c art. 44, da Resolução CVM 135.

²¹⁴ Art. 152, I c/c art. 45, da Resolução CVM 135.

²¹⁵ Art. 152, II c/c art. 27, §2º, da Resolução CVM 135.

²¹⁶ Art. 152, II c/c art. 20, inciso II, e art. 30, da Resolução CVM 135.

²¹⁷ Art. 153, da Resolução CVM 135.

²¹⁸ Art. 155, da Resolução CVM 135.

197. A razão para esse tratamento *quasi*-unitário conferido a ambos os tipos de mercado organizado reflete preocupação da CVM em não criar arbitragem regulatória. Em outras palavras, se fosse possível executar funções semelhantes com menor carga regulatória, os participantes tenderiam a optar pela solução menos onerosa (balcão) em vez da mais regulada (bolsa).

198. Essa falta de flexibilidade, todavia, impõe um efeito rebote não esperado: os altos custos necessários para se manter uma estrutura regulatória de mercado organizado de balcão afastam novos participantes de tentarem concorrer nesse mercado, o que contribui para a consolidação do mercado de valores mobiliários brasileiro, na contramão do movimento global observado.

199. Se a CVM concedesse descontos regulatórios mais abrangentes (que tampouco devem desconsiderar os riscos dessa atividade), seria legítimo imaginar que o “mercado [de balcão] *teria o potencial de se tornar uma alternativa à bolsa de valores, abrindo possibilidades de captação de recursos por empresas que não teriam normalmente acesso às bolsas, principalmente devido aos altos custos envolvidos*”²¹⁹.

200. Diante do exposto, a XP entende que a regulação desta CVM pode caminhar para a criação de uma nova modalidade de mercado de balcão, administrada por intermediários que desejem internalizar ordens, que conte com uma redução dos custos regulatórios em relação aos existentes para os atuais mercados organizados de balcão. Neste cenário, além da modalidade atual de mercado organizado de balcão, existiria uma segunda modalidade específica para entidades que desejam desempenhar a atividade de internalização de ordens, que será aqui chamada, para fins meramente didáticos, de “mercado internalizador de balcão organizado”.

201. Note-se que, como já visto acima, em outras jurisdições, a autorização para se tornar intermediário de mercado inclui a possibilidade de se realizar a intermediação, mediante a mera assunção de algumas obrigações adicionais. Ainda assim, diante das características atuais de nosso mercado e de seu sistema de monitoramento, a XP reconhece valor em se adotar um sistema que se configure na modalidade de balcão organizado.

²¹⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado. Revista de Direito Mercantil. São Paulo: Malheiros, Vol. 109. 1998, p. 102.

202. O objetivo desta solução seria adotar traços de uma estrutura já existente no mercado brasileiro para possibilitar a implementação da prática de internalização de ordens, evitando riscos que inevitavelmente surgiriam com a criação de uma nova estrutura totalmente do zero²²⁰.

203. O Parecer Gustavo Gonzalez defende essa posição, sustentando que *"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"*²²¹.

204. As exigências regulatórias para cada modalidade de mercado de balcão organizado seriam naturalmente distintas. Da mesma forma que a regulação poderia prever encargos regulatórios específicos para o mercado internalizador de balcão organizado, ela deveria também conceder descontos regulatórios próprios, para que a internalização de ordens no Brasil torne-se eficiente e viável. O intuito é evitar a criação de uma nova ferramenta que, por excesso de rigor e formalismo regulatório, não possa ser exercida na prática por ser economicamente inviável.

205. Para implementar essa estratégia, seria necessário alterar ou revogar a regra prevista no art. 90, parágrafo único da Resolução CVM 135, que veda a negociação de ações simultaneamente em mercados organizados de bolsa e de balcão, bem como dos artigos arts. 28, inciso II²²², e 152, parágrafo único, inciso II, "b"²²³ da mesma Resolução.

206. Sobre a necessária revisão normativa, o Parecer Gustavo Gonzalez explica que *"é perfeitamente natural que uma abertura maior do mercado requeira uma revisão de*

²²⁰ Como já reconhecido pela própria CVM, o mercado de balcão organizado constitui estrutura análoga a ambientes alternativos de negociação previstos em outras jurisdições, que, no caso ora aventado, poderia ser administrado por intermediário que deseje fornecer liquidez ao mercado ao atuar como contraparte dos seus clientes: *"O quadro regulatório brasileiro também precisa ser modernizado diante dessa nova realidade. O aspecto da norma que parece ter possibilidade de gerar o maior impacto sobre o quadro da concorrência entre os mercados é aquele relativo às normas que disciplinam os mercados de balcão organizado. No esquema da minuta ora em discussão, esses mercados passam a poder se organizar, entre as modalidades admitidas — e além dos modelos de mercado de balcão organizado já existentes —, de forma similar à que corresponde aos sistemas alternativos de negociação em outras jurisdições."* (Edital da Audiência Pública SDM nº 06/07, p. 7).

²²¹ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 44.

²²² 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.

²²³ 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.

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”²²⁴.

207. Com a abertura e evolução do mercado, é natural e necessária a adaptação de certas regras para adequação da regulação à realidade. A necessidade de adaptação e de alteração do arcabouço normativo, além de não destoar de outras soluções implementadas pela CVM em casos semelhantes²²⁵, jamais poderia ser vista como empecilho ou usada como justificativa para embarreirar o desenvolvimento do mercado.

208. E, como mencionado, a viabilidade da implementação dessa abordagem regulatória dependeria de uma extensão nos descontos regulatórios atualmente previstos para as entidades administradoras de mercado organizado de balcão. Sem isso, os custos para implementar a estrutura necessária para operar o mercado internalizador de balcão organizado seriam tamanhos que poderiam inviabilizar a operação, principalmente para os potenciais participantes de menor porte (tal como ocorre hoje para os mercados de balcão organizado).

209. A XP entende que deixar a cargo do Colegiado, de forma totalmente caso a caso, a decisão sobre a dispensa o cumprimento de algum requisito previsto na regulação conforme já estabelecido no art. 9º, §4º, da Resolução CVM 135, traria insegurança para o mercado, aumentando o custo de observância e, por consequência, criando uma indesejável barreira de entrada.

210. No mais, caso a sugestão ora esposada seja aceita, os internalizadores de ordens, ao se tornar entidades administradoras de mercado internalizador de balcão organizado, ficarão sujeitos à autorregulação²²⁶. A autorregulação diminui o encargo regulatório

²²⁴ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 43.

²²⁵ “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 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. 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” (Parecer Gustavo Gonzalez, p. 44).

²²⁶ Essa exigência decorre da própria Lei nº 6.385/1976: “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com

(normativo, fiscalizatório e sancionador) da CVM, permitindo que a Autarquia concentre sua atuação nas áreas de maior risco, e se limite a interferir na esfera da autorregulação apenas na medida em que determinado autorregulador não cumpra com o seu papel.

211. Quando da edição da Resolução CVM 135, travou-se debate na CVM, especialmente no âmbito da audiência pública SDM nº 9/19, se a autorregulação deveria ou não ser unificada. A escolha da CVM (acertadamente, na visão da XP), foi por manter o modelo segundo o qual a autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado continua a cargo das próprias entidades.

212. Ademais, flexibilizou-se a forma pela qual a autorregulação poderia ser exercida, permitindo a constituição de uma entidade ou se contratasse terceiro com o específico propósito de desempenhar atividade de autorregulação, cuja responsabilidade originalmente seria de uma ou mais entidades administradoras de mercado organizado.

213. A eventual escolha de um autorregulador único deve ser promovida, endógena e voluntariamente, pelos próprios participantes e agentes do mercado, que devem ter a liberdade de definir a que autorregulador desejam se submeter e, conseqüentemente, quem deveria eventualmente assumir a função de autorregulador único dos mercados organizados. Afinal, a existência de um único autorregulador pressupõe que sua escolha seja precedida de uma decisão tomada pelos próprios autorregulados em um ambiente de concorrência entre autorreguladores.

214. A autorregulação unificada em um ambiente de competição entre sistemas de negociação não é, por si só, prejudicial²²⁷.

215. Mas se a autorregulação unificada for implementada, como já dito, isso deve ocorrer de forma orgânica, como consequência da iniciativa dos próprios participantes de mercado, com a atribuição voluntária da função de autorregulador único ao ente que entenderem ser o melhor preparado e capacitado para exercer a supervisão dos mercados, e não mediante imposição legal.

216. Por essas razões, a decisão final da CVM, corporificada na Resolução CVM 135, foi de afastar a autorregulação unificada legalmente imposta. Passou-se a prever que cada

valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas."

²²⁷ Uma autorregulação unificada pode, por exemplo, otimizar o funcionamento dos mercados, reduzir os custos de observância das normas pelos participantes, evitar a duplicação de estruturas e viabilizar a harmonização de regras e procedimentos.

entidade administradora de mercado organizado deve ter um departamento de autorregulação²²⁸, sendo-lhes facultado, alternativamente, mediante prévia autorização da CVM²²⁹, exercer as atividades de autorregulação, individual ou conjuntamente, por meio: (i) da constituição de associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico; ou (ii) da contratação de terceiro independente, ou de associação de autorregulação que mantenha convênio específico com a CVM²³⁰.

217. Sendo assim, caso a CVM veja méritos na sugestão da XP de se criar uma modalidade de mercado organizado de balcão cujas entidades administradoras sejam aptas a agirem como internalizadoras de ordens, a autorregulação a ser implementada deve permanecer nos termos da regulação em vigor. Isto é, deve ser decisão do próprio internalizador definir qual modelo de autorregulação entende mais pertinente e coerente, sendo certo que, num ambiente de competição entre internalizadores, os participantes do mercado privilegiarão e recompensarão aquele que desenvolver o melhor sistema de autorregulação²³¹.

218. Como já aludido, as preocupações regulatórias envolvendo um internalizador de ordens não são rigorosamente as mesmas que aquelas pertinentes a demais entidades administradoras de mercado organizado de balcão. Os requisitos regulatórios de estrutura, organização e funcionamento deverão ser adaptados, portanto, tendo em vista a finalidade para a qual determinado mercado organizado de balcão é utilizado.

219. Da mesma forma que descontos regulatórios específicos devem ser considerados para as entidades administradoras de mercado internalizador de balcão organizado, também podem ser previstos encargos regulatórios mais elevados, considerando os riscos que essa atividade pode representar para o mercado.

220. A XP entende também que seria razoável exigir que os internalizadores de ordens mantenham um mecanismo semelhante ao do hoje existente Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), tendo em vista que as operações realizadas por eles podem ser similares às realizadas em bolsa, onde a regulação já exige a existência de um MRP.

²²⁸ Art. 47, da Resolução CVM 135.

²²⁹ A autorização prévia deve se dar nos termos do art. 49 da Resolução CVM 135.

²³⁰ Art. 48 da Resolução CVM 135.

²³¹ Afinal, a lógica é que, "*[i]n the long run, dealers who do not provide good service to their clients will not keep those clients.*" (HARRIS, Larry. *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003, p. 161).

221. Veja-se, nesse ponto, a explicação do Parecer Marcos Torres:

*"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."*²³²

222. O MRP é um instrumento cuja manutenção pelas entidades administradoras de mercado organizado de bolsa é obrigatória, tendo a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes desse mercado ou de administradores, empregados ou prepostos de tais participantes, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou ao serviço de custódia de valores mobiliários²³³.

223. A Resolução CVM 135 estabelece um rol mínimo de situações que podem gerar prejuízos e que devem ser cobertas pelo MRP²³⁴. A norma também dispõe que tal mecanismo pode ser mantido pela própria entidade administradora de mercado organizado de bolsa, ou por entidade constituída exclusivamente para este fim²³⁵.

224. Em qualquer caso, a entidade administradora de mercado organizado de bolsa deverá elaborar as regras e procedimentos a respeito do funcionamento do MRP. Essas regras e procedimentos deverão dispor, dentre outros, sobre o valor máximo do ressarcimento, a origem dos recursos que compõem o patrimônio do fundo e a forma de ingresso de novos participantes, bem como sobre os limites mínimo e máximo do

²³² Parecer Marcos Torres, novembro de 2024, p. 11.

²³³ Art. 124, *caput*, da Resolução CVM 135.

²³⁴ **Resolução CVM 135.** "Art. 124. [...] § 1º O mecanismo de que trata o caput deve assegurar o ressarcimento de prejuízos, no mínimo, nas seguintes hipóteses: I – inexecução ou infiel execução de ordens; II – uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; III – entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; IV – inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; V – descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, exceto em caso de prévia declaração expressa do cliente quanto à ciência da ausência, desatualização ou inadequação de perfil; e VI – encerramento das atividades. § 2º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos também deve assegurar aos investidores o ressarcimento dos recursos depositados em conta corrente no participante relativos a operações em mercado organizado de bolsa em caso de intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil, e nas demais hipóteses de liquidação previstas em lei, observado o valor de ressarcimento previsto no regulamento de que trata o § 1º do art. 126. § 3º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos aplica-se apenas a operações com valores mobiliários."

²³⁵ Art. 125, da Resolução CVM 135.

patrimônio do MRP, os quais devem ser fundamentados na análise dos riscos inerentes às hipóteses de ressarcimento²³⁶.

225. Na prática, o MRP tem se mostrado uma medida cada vez menos acionada pelos investidores, tendo havido uma queda relevante no número de processos de MRP instaurados nos últimos anos, além da constatação da improcedência da grande maioria das reclamações apresentadas. A experiência prática tem evidenciado, portanto, uma diminuição da relevância do MRP de modo geral.

226. De qualquer forma, caso a CVM considere adequado exigir que os internalizadores de ordens instituem alguma modalidade de MRP, convém ponderar que a dimensão desse MRP deve ser ajustada de acordo com o volume de negócios realizados no mercado correspondente, isto é, com o volume de ordens internalizadas. Assim, aspectos como o valor máximo do ressarcimento e os limites máximo e mínimo do patrimônio do MRP deverão ser definidos com base no volume médio negociado, sendo periodicamente revisados em razão de atualizações eventualmente necessárias. Em outras palavras, o MRP deverá ser adequado à realidade da atividade em discussão.

227. Por fim, cabe apontar que, atualmente, a regulação da CVM determina que o Colegiado tem um prazo de até 6 (seis) meses contados da data do protocolo para apreciar pedido de autorização para funcionamento de entidade administradora de mercado organizado de balcão²³⁷. Este prazo pode ainda ser suspenso²³⁸, ou prorrogado por até 3 (três) meses, mediante pedido justificado do Colegiado da CVM à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários²³⁹.

228. Na visão da XP, trata-se de um prazo excessivamente longo (especialmente para um pedido de autorização para funcionar como eventual mercado internalizador de balcão organizado). Caso seja acolhida a sugestão de criação da modalidade de mercado internalizador de balcão organizado, a XP sugere a redução desse prazo, e a implementação de medidas para otimizar o processo de análise do pedido de autorização.

229. Caso a entidade que deseje atuar como internalizadora já tenha determinados registros perante os órgãos reguladores pertinentes, por exemplo, pode-se cogitar da

²³⁶ Art. 126, da Resolução CVM 135.

²³⁷ Art. 159, inciso I, da Resolução CVM 135.

²³⁸ Art. 161 da Resolução CVM 135.

²³⁹ Art. 162, §2º, da Resolução CVM 135.

diminuição do conjunto de documentos exigidos para o pedido de autorização para funcionamento como mercado internalizador de balcão organizado.

230. Outra alternativa seria a celebração de um convênio entre a CVM e uma entidade que pudesse assumir parte da análise necessária para a referida autorização, como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, ou a Associação Nacional das Corretoras de Valores – ANCORD. A CVM já celebrou outros convênios nesse sentido, tal como o que permite à ANBIMA realizar análise prévia de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição, para posterior registro automático pela Autarquia.

VI. Respostas às indagações do Edital

231. Neste capítulo, e tomando como base as considerações previamente desenvolvidas, a XP buscará responder objetivamente aos tópicos colocados pelo Edital para subsidiar a elaboração da análise de impacto regulatório definitiva do tema. As indagações da CVM serão transcritas abaixo e abordadas na sequência.

(i) Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise do problema regulatório realizada na seção II.2 do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

232. R.: O AIR Parcial define a internalização de ordens, na seção denominada Problema Regulatório, como “a interposição, por parte de um intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços”²⁴⁰.

233. Neste particular, a XP entende válido apontar que, ao menos nos seus moldes clássicos, a internalização de ordens tem como característica o cruzamento de ordens dentro do próprio sistema de gerenciamento de ordens do intermediário, em vez de enviá-las para ambientes públicos de negociação, como bolsas de valores.

²⁴⁰ Em seguida, acrescenta: “Ou seja, consiste numa situação na qual o intermediário busca executar negócios com contrapartes distintas, simultaneamente ou não, com ou sem tomada de risco de principal, objetivando para si alguma vantagem econômica, situação essa também distinta da mera atuação como agente intermediário e direcionador de ordens, num contexto de obtenção da melhor execução ao cliente.”

234. Essa distinção é importante pois os efeitos e consequência para o mercado de o negócio ser realizado internamente ou no ambiente de bolsa são distintos. Para negociar em bolsa, taxas e emolumentos específicos devem ser arcados pelas partes, o que não ocorreria caso as ordens fossem internalizadas. Isso sem contar que, iniciando-se concorrência com a bolsa incumbente, é natural se esperar uma redução generalizada de custos, buscando a atração de maior fluxo de ordens, conforme sugerido no parágrafo 126 desta Manifestação.

235. O ponto chave é que tratar a chamada internalização em bolsa da mesma forma que a internalização de ordens clássica pode retirar o foco das características próprias da internalização fora de bolsa e dos benefícios específicos que ela pode trazer.

236. No mais, ao tratar sobre seleção adversa, o AIR Parcial parte da premissa de que a concentração de ordens informadas no livro central é necessariamente prejudicial ao mercado, pois haveria uma deterioração das métricas de liquidez e no processo de formação de preços. Neste ponto, vale chamar atenção para os estudos empíricos²⁴¹ (com destaque para o Estudo Accenture) que demonstram o oposto desse entendimento, e que merecem ser ponderados pela ASA em sua avaliação.

237. Esses estudos mostram, a partir de análises quantitativas, que a internalização de ordens é positiva para a liquidez do mercado, e que a concentração de investidores informados no livro central contribui para uma melhoria na eficiência de formação do preço, ao ser retirar o ruído do livro central presente nas ordens não-informadas.

238. A introdução de *dark pools* pode realmente favorecer a descoberta de preços e diminuir o risco de seleção adversa, especialmente para os investidores de varejo. Isso ocorre porque os investidores tendem a se auto selecionar para diferentes tipos de **negociação, o que diminui o “ruído” das ordens não-informadas** no livro central e permite que o valor real dos ativos seja refletido de forma mais clara e transparente no mercado.

239. Conforme destacado ao longo desta Manifestação, investidores menos informados optam por operar em *dark pools*, em que encontram maior proteção contra o risco de negociar com participantes mais bem informados, o que (i) reduz os riscos para os investidores de varejo de negociarem contra investidores melhor informados, e (ii) aprimora a descoberta de preços nos mercados com transparência pré-negociação em função da predominância nesses ambientes de investidores informados.

²⁴¹ Vide parágrafos 155 e 156 da presente Manifestação.

240. Nesse contexto, como observa o Parecer Marcos Torres, o AIR Parcial deveria aprofundar dois pontos cruciais: (i) a importância de garantir uma diversidade de serviços de execução de ordens, pois isso oferece aos investidores mais opções para gerenciar os riscos de execução de acordo com suas necessidades específicas; bem como (ii) a experiência dos reguladores internacionais que, ao se depararem com eventual piora na formação dos preços, em vez de eliminarem ambientes de negociação não transparentes, optaram por ajustar e monitorar sua qualidade²⁴².

241. Com relação ao denominado problema do carona, mais uma vez a ASA parte de uma premissa contra a qual muitos estudos empíricos se insurgem. Segundo o AIR Parcial, a bolsa incorreria em custos específicos para conferir ao mercado acesso a dados de precificação em tempo real, dos quais os internalizadores se valeriam para executar seus negócios. Mas os internalizadores não arcariam com esses custos de divulgação, o que reduziria *“os incentivos para investir na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços”*²⁴³.

242. Assim, argumenta-se que “[a] conclusão seria uma redução generalizada na competição nessa seara e em decorrência disso: i) elevam-se custos de negociação para os investidores nesses ambientes formadores de preço, na forma de tarifas mais altas; ii) declina-se o nível da qualidade do serviço ao usuário nesses ambientes; iii) reduz-se as métricas de liquidez nesses ambientes”.

243. É curiosa a preocupação com a redução da concorrência dos ambientes que contribuem para a formação do preço com transparência pré-negocial (ou seja, bolsas de valores), quando atualmente sequer há mais de um mercado de bolsa no Brasil.

244. A preocupação da ASA com a concorrência entre mercados de bolsa é legítima e importantíssima, mas a solução não é coibir a competição de mecanismos alternativos de negociação com as bolsas. Afinal, a competição de internalizadores com a bolsa é melhor do que nenhuma competição. E mesmo que surjam mais bolsas, maior concorrência é sempre positivo.

²⁴² “Desse modo, considero que o AIR preliminar precisa de 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; a reação gradual dos reguladores quando constataram a piora na formação do preço e não a eliminação completa dos ambientes de negociação não transparentes” (Parecer Marcos Torres, novembro de 2024, p. 6).

²⁴³ AIR Parcial, p. 60.

245. De todo modo, a XP entende que a aludida “*redução generalizada na competição*” na seara dos mercados de bolsa não é uma consequência necessária da permissão à internalização de ordens, ao contrário do que argumenta o AIR Parcial. Conforme demonstrado ao longo desta Manifestação, isso não ocorreu em qualquer das jurisdições que permitiu a internalização de ordens. Repita-se: não se verificou uma redução no número de mercados de bolsa em qualquer dos países cujos reguladores introduziram e incentivaram a internalização de ordens.

246. As bolsas podem realizar diversas outras atividades para além do oferecimento de sistema de negociação de ordens, o que as confere vantagens competitivas em relação a potenciais ingressantes nesse mercado.

247. A concorrência faz com que os participantes do mercado tenham que desenvolver e aprimorar os seus produtos para atrair clientes, o que pode ser feito pela melhora na qualidade do serviço, ou pela redução dos emolumentos. Como cada participante busca se destacar no mercado oferecendo estrategicamente determinada vantagem competitiva, a concorrência funciona como um catalisador para diversificação e aprimoramento do serviço prestado em áreas como liquidação e compensação de transações e acesso de informações do mercado em tempo real.

248. Relacionando-se a este último ponto, o AIR Parcial subestima, na visão da XP, o poder que os mercados com transparência pré-negocial possuem ao deterem os dados de precificação em tempo real dos ativos negociados. Tais mercados podem exigir contrapartida pecuniária pelo fornecimento desses dados, tal como a B3 já faz. Sendo exigido pagamento, deixa de existir carona, e passa a existir serviço de transporte remunerado.

249. Mediante pagamento de contrapartida pelo acesso aos dados de precificação em tempo real, os mercados detentores das informações de precificação em tempo real contarão com uma nova fonte de receita. Esse incremento nos ganhos permitirá que tais mercados possam diminuir ainda mais emolumentos com o intuito de atrair mais clientes – em adição à pressão pela redução das taxas decorrente da concorrência. Isso significa que, ao invés **de haver uma “i) elevaç[ão nos] custos de negociação para os investidores nesses ambientes formadores de preço, na forma de tarifas mais altas”**, como alude o AIR Parcial, o pagamento em contrapartida pelos dados de precificação acarretará, em última análise, a diminuição de tais custos.

250. Além do incremento da receita, a própria competição gera incentivos para que os mercados com transparência pré-negocial reduzam seus emolumentos para atrair maior fluxo de ordens. A elevação no volume de ordens naturalmente leva a um aumento ainda maior dos ganhos do mercado em questão, que terá, por conseguinte, maior capacidade de investir nos seus serviços (também para captar mais clientes). Isso demonstra a improcedência da afirmação de **que a competição “ii) declina[ria] o nível da qualidade do serviço ao usuário nesses ambientes”**.

251. E, por fim, como já se pode antever, com maior investimento na qualidade do serviço prestado, a expectativa é a verificação de um aumento da base de clientes desses mercados vendedores dos dados de precificação dos ativos em tempo real, notadamente as bolsas. **E, ao contrário da expectativa do AIR Parcial de uma “iii) redu[ção d]as métricas de liquidez nesses ambientes”, a consequência do aumento desses clientes (leia-se, investidores) é justamente um aumento das métricas de liquidez, conforme apontado no Estudo Accenture²⁴⁴.**

252. **Por fim, o AIR Parcial afirma que “[h]á um consenso no sentido de que mercados sem transparência pré-negociação possuem contribuição marginal ou nula para o processo global de formação de preços”.**

253. Contudo, como se vê do Estudo Accenture, a utilização de *dark pools* leva a maior eficiência informacional, melhorando inclusive o ajuste do preço a novas informações²⁴⁵.

254. Conforme exposto no parágrafo 153 desta Manifestação, os *dark pools*, ao absorverem as ordens de investidores não informados, melhoram a descoberta de preços, retirando o ruído das ordens desinformadas do mercado formador de preço, permitindo

²⁴⁴ **Conforme amplamente demonstrado no Estudo Accenture:** “Trade internalisation has been shown to improve liquidity, particularly in small capitalisation stocks. This effect is evident in the Russell 2000 index (small capitalization index in the U.S market), where internalisation has resulted in tighter bid-ask spreads and increased trading volumes. Our analysis, using panel regression models, demonstrates that as internalised trading volumes increase, liquidity improves significantly. This pattern is not limited to large markets like the U.S.; South Africa’s Johannesburg Stock Exchange (JSE) has experienced similar liquidity improvements during periods of market stress, driven by dark trading. In Brazil, the introduction of internalisation through mechanisms like the Retail Liquidity Provider (RLP) system for mini-contracts and for limited set of equities – 20 stocks separated in two groups with open and both open closed spreads – has already improved liquidity in certain asset classes.” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 3-4)

²⁴⁵ “Ibikunle et al. (2021) expand on this by explaining the migration of uninformed trading volume to dark pools is linked to a reduction in noise in the price discovery process and, thus, an improvement in informational efficiency in the aggregate market”. (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 128).

que o valor dos ativos se reflita de forma mais clara e precisa nos preços, e contribuindo para um aprimoramento da eficiência de mercado²⁴⁶.

255. No mesmo sentido, ao reduzir a chance de um investidor de varejo negociar contra um investidor informado, a internalização de ordens reduz o risco de seleção adversa, como já apontado nessa seção de respostas às indagações do Edital²⁴⁷.

256. No mais, ao descentralizar o mercado, a internalização de ordens gera preços mais competitivos do que os disponíveis em bolsa, já que o intermediário tende a executar internamente a ordem do cliente a um preço superior ao do livro central. A regulação poderia ainda prever a obrigatoriedade desse incremento de preço visando proteger os investidores que fornecem liquidez em ambientes com transparência pré-negocial, nos moldes do que já é feito em outras jurisdições²⁴⁸.

a) Em especial, existem dados que mensurem, para o mercado brasileiro, para perfis de fluxo de negociação distintos no mercado secundário, diferenciação de métricas de spreads efetivos ou realizados ou de impacto de preço para negociações no mercado à vista de ações, inclusive fracionário?

257. R.: Embora tais dados existam, não há visibilidade deles para os intermediários, que têm acesso apenas às ordens de seus próprios clientes. A realização de estudos qualitativos e quantitativos para medir esses fluxos de ordens no mercado secundário exigiria acesso a bases de dados que não estão disponíveis para a XP, por envolver dados privados a cada intermediário de seus clientes.

b) Em especial, existem dados que mostrem comparativamente que operações internalizadas podem ser mais baratas aos investidores de varejo, no âmbito dos custos totais de transação?

²⁴⁶ "One of the most debated aspects of trade internalisation is its potential effect on price discovery. Our study indicates that while internalisation reduces pre-trade transparency, it does not necessarily harm price formation. In fact, empirical data from markets such as the New York Stock Exchange (NYSE) show that price discovery remains intact even in the presence of significant internalised trading (Chapter 5). The introduction of dark trading has provided institutional investors with the ability to execute large orders discreetly, avoiding adverse price impacts while still contributing to price discovery post-trade. This is particularly evident in Canada and Australia (Foley and Putnins 2016), where dark trading has been shown to improve price accuracy by enabling large trades without moving the public order book." (Accenture. **Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report**. Novembro de 2024, p. 4-5).

²⁴⁷ Vide parágrafo 156 da presente Manifestação.

²⁴⁸ Essa prática é obrigatória em alguns países, como Canadá e Austrália, conforme evidenciado no parágrafo 161 da presente Manifestação.

258. R.: O AIR Parcial, como visto, trata a Oferta RLP como modalidade de internalização. Dessa experiência, já se pode observar diversas vantagens aos investidores de varejo²⁴⁹. Em primeiro lugar, a internalização de ordens, assim como a Oferta RLP, constitui importante nova fonte de receitas para o intermediário, e viabiliza que taxas e emolumentos que seriam tipicamente dispendidos nos mercados de bolsa sejam poupados.

259. Tais fatores permitem que o intermediário reduza os custos de transação para o investidor, ao diminuir ou eliminar a taxa de corretagem visando atrair um maior fluxo de ordens²⁵⁰. A partir do momento em que o primeiro intermediário reduz custos de negociação, os demais se veem premidos a acompanhá-lo para reter seus clientes, o que ocasiona um movimento em cadeia de redução de custos para os investidores de varejo. Cuida-se das consequências práticas da permissão à concorrência, que poderão ser verificadas em escala ainda maior caso a CVM autorize a internalização de ordens em sentido estrito.

260. Outra preocupação que se tinha com o implemento das Ofertas RLP seria que elas poderiam incentivar o *day trade* pois, havendo uma redução dos custos de negociação conforme exposto acima, haveria também um maior incentivo à negociação. E, na medida em que se entendia que os *day traders* tinham majoritariamente prejuízos em suas transações, uma intensificação da prática poderia acarretar um aumento desses prejuízos. Verificou-se, contudo, que não houve relação entre a rentabilidade média e o percentual de ordens internalizadas antes e após a implementação da Oferta RLP^{251/252}. Não se justificaria, portanto, “a preocupação com os efeitos de um aumento do percentual

²⁴⁹ Vide parágrafos 113 e 114 da presente Manifestação.

²⁵⁰ No âmbito da Oferta RLP, Alan de Genaro e Pedro Saffi explicam: “O intermediário atua de forma similar a um market maker para seus clientes de varejo e faz dessa atividade uma importante fonte de receitas. Por sua vez, a diversificação da receita permite que o intermediário reduza o custo de negociação (corretagem) – muitas vezes a zero – para uma base maior de investidores. Dessa forma, espera-se que os investidores de varejo se beneficiem de uma redução da corretagem e consigam negociar a preços melhores ou iguais aos praticados no mercado.” (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 1. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

²⁵¹ Embora afirmado em contexto específico, a própria área técnica reconheceu que “[...] não se pode atribuir à existência das ofertas RLP os consideráveis prejuízos realizados pelos investidores de varejo nas operações day-trade [...]” (Trecho da Manifestação da Área Técnica no PA CVM nº 19957.002097/2016-90, decidido em 13.08.2024).

²⁵² “O impacto que mudanças na estrutura de mercado podem ter na rentabilidade das transações é um dos mais importantes fatores considerados pelos reguladores, especialmente o impacto sobre investidores de varejo. No caso da oferta RLP, a CVM deixou explícita a preocupação com que sua implementação pudesse afetar negativamente os clientes de varejo, em especial os day traders, que majoritariamente têm prejuízos em suas transações no mercado brasileiro (Chague e Giovannetti (2020)). A esperada redução nos custos após a permissão de internalização das ordens dos clientes de varejo poderia aumentar a intensidade das transações, elevando o prejuízo médio de cada transação e o prejuízo total.” (GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 47. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368).

de ordens internalizadas na rentabilidade dos investidores, especialmente na dos clientes de varejo”²⁵³.

261. Além disso, a internalização de ordens normalmente possibilita que os investidores tenham suas ordens executadas a um preço mais favorável ao que se teria caso a ordem fosse enviada ao livro central. Isso é uma decorrência natural da internalização de ordens, uma vez que os intermediários buscam providenciar a melhor situação possível para seus clientes visando atrair maior fluxo de ordens.

262. Esse efeito poderia ser assegurado caso a regulação exigisse que os intermediários realizassem um incremento no preço da ordem ao executá-la internamente. Isso constituiria um evidente benefício para os investidores de varejo, que são aqueles cujas ordens são primariamente internalizadas.

c) Em especial, há algum outro benefício relevante proporcionado aos investidores de varejo pelas diferentes modalidades de internalização que mereça ser mais bem qualificado e mensurado?

263. R.: Com a internalização de ordens, na medida em que os investidores de varejo deixam de negociar com investidores informados, que remanescem no ambiente de bolsa, e passam a ter como contraparte o intermediário, reduz-se o risco de seleção adversa²⁵⁴, isto é, de negociarem no “lado errado” do mercado^{255/256}.

²⁵³ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 47. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

²⁵⁴ Vide parágrafos 147-151 da presente Manifestação.

²⁵⁵ “*In Zhu’s (2013) model, the introduction of a dark pool into the market incentivises uninformed traders to shift their activity from the lit exchange to the dark pool, as the risk of being adversely selected by informed traders is lower in the dark pool (subset of dark trading). This leads to a concentration of informed traders on the lit exchange, which, in turn, enhances price discovery in the market. Uninformed traders self-select to trade in dark trading venues, reducing their exposure to adverse selection risk. Consequently, traders choose their trading venues based on their information levels, influencing adverse selection risk and broader market quality.*” (Grifou-se) (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 62). Ainda, de modo similar: “*Contrary to this, dark trading provides a protective environment for uninformed traders by shielding them from adverse selection risks. This leads to an increase in uninformed trading activity in dark pools (a subset of dark trading) once they are introduced. Dark pools not only reduce the likelihood of uninformed traders being selected against but also offer cost advantages, such as lower spreads and diminished price impact for large order sizes, as observed by Nimalendran and Ray (2014). Consequently, orders that would otherwise not have been submitted in the lit market are more likely to be placed in dark pools. This phenomenon mirrors the role of traditional upstairs markets, where transactions that would not have occurred in the more transparent lit exchange are facilitated. Madhavan and Cheng (1997) show that upstairs markets enable large, less risky trades, akin to the way dark pools operate.*” (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 63-64).

²⁵⁶ Nesse sentido, vide PETRESCU, Monica; WEDOW, Michael. Dark pools in European equity markets: emergence, competition and implications, European Central Bank, 2017, p. 35; e Ibikunle, Gbenga; Aquilina, Matteo; Diaz-Rainey, Ivan; Sun, Yuxin. City goes dark: Dark trading and adverse selection in aggregate markets (Forthcoming), 2021, p. 2.

264. Como já sinalizado nesta Manifestação, tal como ocorreu endogenamente com o serviço *client facilitation* oferecido pelo grupo XP, a internalização de ordens possibilita a melhoria do preço de execução de ordem para o emissor da ordem internalizada. Mas, caso se entenda pertinente, pode-se ir além e, assim como ocorre no âmbito das Ofertas RLP, exigir que o internalizador aumente o valor da ordem por um *tick* quando a diferença entre o melhor preço de compra e o melhor preço de venda for de 2 (duas) ou mais variações.

265. Isso traria evidente benefício para os investidores de varejo, visto que suas ordens seriam executadas por preço melhor em comparação com as ordens negociadas no livro central.

(ii) Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise da fundamentação legal realizada na seção III do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

266. R.: Como tratado ao longo desta Manifestação, a XP entende que o corpo normativo atualmente em vigor já é muito próximo do necessário para que se permita a adoção da internalização de ordens.

267. A adaptação de certas normas é movimento natural e imprescindível diante da abertura e evolução do mercado, para que a regulação reflita adequadamente a nova realidade. Essa exigência de revisão do arcabouço normativo, além de estar em consonância com outras abordagens adotadas pela CVM em contextos semelhantes, não deve ser vista como um impedimento ou usada como justificativa para retrain o progresso do mercado²⁵⁷.

268. A sugestão da XP é a criação de uma nova modalidade de mercado organizado de balcão que permita que sua entidade administradora internalize ordens²⁵⁸. Para tanto, bastaria breves alterações na Resolução CVM 135, com o intuito de flexibilizar regras que atualmente são impostas às entidades administradoras de balcão, que engessam a referida atividade e dificultam a proliferação de mais mercados desse tipo no Brasil.

²⁵⁷ Afinal, "[o] fato de as coisas ficarem mais complicadas com concorrência não constitui justificativa razoável para que haja barreiras excessivas à inovação." (Parecer Gustavo Gonzalez, p. 3).

²⁵⁸ Vide parágrafo 200 da presente Manifestação.

269. Também seria necessária a revogação da norma que proíbe a negociação de ações simultaneamente em mercados organizados de bolsa e de balcão, viabilizando que ações negociadas em bolsa pudessem ser internalizadas no âmbito dos novos mercados internalizadores de balcão organizado, assim como dos arts. 28, inciso II, e 152, **parágrafo único, inciso II, “b”, da Resolução CVM 135.**

a) Mais especificamente, os requerimentos normativos de contraparte central para liquidação em algumas modalidades de mercado de balcão organizado, bem como os requerimentos normativos e legais de identificação de comitente final em contas de custódia, consistem em impeditivos a modelos de internalização semelhantes àqueles analisados na seção VI do Relatório Parcial de AI R, mesmo considerando revogadas as restrições de negociação simultânea de ativos em mercados de balcão organizado e bolsa vigentes? Existem dados referentes aos custos de tais requerimentos?

270. R.: Não. Os requisitos de contraparte central para liquidação em determinadas modalidades de mercado de balcão organizado, bem como as exigências normativas e legais de identificação do comitente final em contas de custódia, não constituem impedimentos à adoção de modelos de internalização similares aos analisados no AIR Parcial.

271. A contraparte central é exigida apenas nas hipóteses de o mercado de balcão organizado atuar de uma 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; e (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 venda²⁵⁹. Nos demais casos, sequer seria necessária a existência de contraparte central.

272. Ainda assim, nas situações acima mencionadas, o internalizador de ordens poderá contratar uma instituição especializada para atuar como contraparte central garantidora, como já seria feito atualmente, bem como eventualmente constituir sua própria contraparte central.

²⁵⁹ Art. 142, parágrafo único, da Resolução CVM 135.

273. Em qualquer caso, sempre haverá situações em que investidores – notadamente *high frequency traders* e *market makers* – darão preferência a ambientes que contem com uma contraparte central própria. Para evitar que as bolsas tenham vantagem competitiva em razão disso (por atrair investidores com essa preferência), os internalizadores de ordens terão especial incentivo em constituir sua própria contraparte central.

274. A obrigação de identificação do cliente final em contas de custódia tampouco constitui impeditivo à internalização de ordens. Assim como ocorre atualmente com as Ofertas RLP, o registro em depositário central dos ativos financeiros e dos valores mobiliários poderiam continuar sendo feitos em nome dos titulares dos valores mobiliários. Esses titulares seriam os clientes do internalizador, ou o próprio internalizador operando com carteira própria. Nesse sentido:

“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”²⁶⁰.

275. Além disso, vale reforçar que a legislação brasileira não impõe uma barreira intransponível para a adoção de modelos de internalização semelhantes aos observados em mercados internacionais²⁶¹:

“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

²⁶⁰ Parecer Gustavo Gonzalez, p. 22.

²⁶¹ Vide parágrafo 207 da presente Manifestação.

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)”²⁶².*

276. Como explica o Parecer Gustavo Gonzalez, com pequenas alterações nas normas da CVM, seria perfeitamente viável permitir que os custodiantes brasileiros passem a manter contas *omnibus* na central depositária, assumindo a responsabilidade pela identificação dos beneficiários finais.

b) A CVM possui interesse especial em compreender até onde o atual arcabouço de regulação e autorregulação das ofertas diretas vem cumprindo seus objetivos regulatórios. Sendo assim, questiona-se especificamente se há percepção de necessidade de revisão na regulação e autorregulação desses instrumentos, e por qual razão.

277. R.: A XP entende que as ofertas diretas configuram importante mecanismo de negociação, que caminha no sentido da necessária descentralização do mercado de valores mobiliários. Trata-se de um tipo de negociação há muito autorizada, análoga à internalização, uma vez que o cruzamento das ordens acontece essencialmente no sistema de gerenciamento de ordens do intermediário, que, posteriormente, deverá registrar a oferta direta em mercado de bolsa.

278. Conforme aponta o AIR Parcial, nos termos do item 4.3.3 do Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3, as ofertas diretas foram restringidas ao seguinte rol de situações técnicas: (a) sujeitas à rejeição em caso de procedimento de call ou leilão ou simplesmente caso haja ofertas com preços melhores; (b) sujeitas à aceitação na ausência de outras ofertas caso obedeçam aos túneis de preço de leilão; (c) sujeitas à aceitação caso não haja ofertas com preços melhores e haja spreads abertos contingente a ser registrada com: i) melhoria de preço (respeitado o “tick-size”); ii) aos melhores preços de compra e venda se proveniente de ordens com tamanhos desproporcionais em relação à liquidez do ativo ou contrato derivativo para execução de

²⁶² Parecer Gustavo Gonzalez, p. 21-22.

estratégias de preço ou volume médio ponderado; iii) aos melhores preços de compra e venda se proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou correção de erros operacionais do intermediário; e (d) sujeitas à aceitação caso não haja ofertas com preços melhores e não haja spreads abertos, a ser registrada aos melhores preços de compra e venda, contingente a: i) ordens com tamanhos desproporcionais à liquidez do ativo ou contrato derivativo, inclusive, mas não limitada a execução de estratégias de preço ou volume médio ponderado; e ii) proveniente de ordens relacionadas a operações estruturadas ou correção de erros operacionais do intermediário.

279. Por meio da permissão ora sugerida para a internalização de ordens, a XP entende que o internalizador poderia, além de cruzar ordens de seus clientes com sua própria carteira, cruzar ordens de diferentes clientes, nos termos expostos acima, mas sem a necessidade de registrá-las posteriormente na bolsa. A permissão para que o intermediário atue como entidade administradora de mercado internalizador de balcão organizado também possibilitaria que se organizasse sistema de interação competitiva entre as ordens dos clientes, o que é vedado atualmente²⁶³.

280. Vale registrar que a XP entende ser razoável que seja conferida transparência pós-negociação, mas isso não significa que a publicização deva ser necessariamente conferida por meio do registro em bolsa.

(iii) Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise dos participantes afetados realizada na seção IV do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

281. R.: Não, a Seção V do Relatório Parcial trata de maneira abrangente de todos principais participantes do mercado afetados com a permissão da internalização de ordens.

282. Note-se que o fato de a regulação brasileira não abordar determinadas figuras presentes em outras jurisdições não deve ser visto como negativo, pelo contrário. A título de exemplo, primeiro os Estados Unidos e depois a União Europeia previram em suas

²⁶³ Nos termos da Seção 2.1.1 da Norma de Supervisão CE-BSM-1/2023.

respectivas regulações a atividade de consolidador de informação de negociação. A regulação brasileira atual acertadamente optou por não tratar desse tema²⁶⁴.

283. A previsão regulamentar do consolidador de informações só se mostraria eventualmente proveitosa uma vez que o sistema de internalização de ordens amadureça e que reguladores, autorreguladores e agentes de mercado adquiram a experiência prática necessária. Do contrário, o regulador correria o risco de idealizar um consolidador de dados e engessar o mercado para diferentes meios de desenvolver a atividade. No mais, como reconhecido pelo próprio legislador europeu, desde a sua instituição, nenhuma entidade decidiu exercer essa função²⁶⁵.

284. Esse exemplo prático demonstra que a regulação deve responder às demandas concretas do mercado e de seus participantes, e não ser imposta a essas realidades. Nesse sentido, a XP e os demais intermediários e participantes do setor devem trabalhar em conjunto para estabelecer como as informações de negociação devem ser consolidadas, seja por meio de uma entidade única específica ou por uma obrigação individual de cada participante. Uma regulamentação que afaste esse processo natural de desenvolvimento do mercado pode comprometer a implementação adequada da própria internalização de ordens.

285. Isso sem contar que a própria ideia da necessidade de uma consolidação de informações formalmente instituída tem se mostrado ultrapassada. Na era dos algoritmos, em que as transações ocorrem na base do milissegundo, qualquer assimetria de preços entre mercados acaba sendo prontamente suprida por meio dos arbitradores, que lucram justamente com base nessa diferença de preços entre mercados. A arbitragem de preços, especialmente a praticada pelos *high frequency traders*, estabiliza **o preço dos ativos entre os mercados, resolvendo o “problema” que deu origem**, num primeiro lugar, à ideia da necessidade de um consolidador de informações.

286. Assim, ainda que não exista um consolidador formal, a arbitragem de preços frequentemente acaba fazendo os preços dos ativos convergirem, o que gera uma tendência de consolidação. E é por isso que o mercado europeu funciona sem um CTP

²⁶⁴ Cf. AIR Parcial, p. 71.

²⁶⁵ “A ideia subjacente à introdução dos CTP era que os dados provenientes das plataformas de negociação e dos APA seriam facultados ao público de forma consolidada, abrangendo todos os mercados de negociação da União e utilizando etiquetas de dados, formatos e interfaces de utilizador idênticos. Até à data, no entanto, nenhuma entidade supervisionada solicitou autorização para atuar na qualidade de CTP.” (Recitais 3 e 4 do Regulamento (UE) 600/2024).

(Consolidated Tape Provider) – a função do consolidador não vingou, porque não se mostrou necessária na prática.

(iv) Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise das experiências regulatórias internacionais realizada na seção V do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico. Ressaltamos ainda que a regulação internacional é um objeto em contínua evolução e pode haver informações já defasadas quando da publicação deste Edital, as quais instamos os respondentes a apontarem.

287. R.: Sim, a Seção VI, referente às experiências regulatórias internacionais, apresenta lacunas e omissões no que diz respeito à ausência de uma descrição detalhada sobre as implicações que a adoção de determinadas regras já implementadas em mercados internacionais poderia ter no Brasil. A XP entende que seria pertinente incluir uma avaliação mais profunda sobre como essas regulações internacionais se integrariam no contexto brasileiro, compreendendo uma discussão sobre as adaptações regulatórias necessárias que poderiam surgir.

288. Em especial, o relatório também poderia incluir uma análise comparativa com jurisdições de mercados emergentes cujas economias compartilhassem características semelhantes às do Brasil, como África do Sul, México, Coreia do Sul e Hong Kong. O Estudo Accenture servirá como valioso subsídio para esse fim, pois aborda as particularidades de alguns dos mercados supramencionados.

a) Um tópico de interesse não constante no Relatório Parcial consiste num comparativo internacional acerca do alcance de mecanismos de ressarcimento de perdas disponíveis para investidores (sobretudo de varejo) no exterior, e se operações internalizadas são eventualmente cobertas por tais mecanismos. Assim sendo, insta-se os respondentes a trazerem subsídios acerca desse ponto em especial.

289. R.: Observa-se que há uma tendência crescente no mercado internacional de fortalecer a regra de *best execution*, que exige que os corretores atuem de maneira a otimizar os resultados para os clientes²⁶⁶, notadamente por meio do fechamento das

²⁶⁶ Vide parágrafos 36, 37, 59, 64 e 65 da presente Manifestação.

ordens de seus clientes por preço igual ou melhor do que o disponível em mercados transparentes.

290. Especificamente nos Estados Unidos, a FINRA, entidade americana responsável pela regulamentação das corretoras, estabelece que as ordens executadas internamente devem passar por uma análise de *best execution* em uma base *order-by-order*²⁶⁷. A SEC também monitora meticulosamente e exige conformidade das corretoras em relação ao *best execution*, podendo responsabilizá-las em caso de descumprimento.

291. Ao contrário do que ocorre no Brasil com o MRP, não existe um mecanismo específico nos mercados internacionais voltado exclusivamente para o ressarcimento de prejuízos para as ordens internalizadas. Nos Estados Unidos, a SEC é competente para instituir um fundo de ressarcimento no âmbito de processos administrativos instaurados contra participantes que descumpram disposições legais ou regulamentares²⁶⁸. Esse fundo pode ser destinado a compensar investidores prejudicados, como no caso de se constatar omissões ou falhas por parte do internalizador no cumprimento de suas funções. Contudo, como se vê, cuida-se de mecanismo pontual, diferente do MRP brasileiro que tem cunho mais amplo e é obrigatório em todos os mercados organizados de bolsa.

292. Nos Estados Unidos também há a chamada Securities Investor Protection Corporation²⁶⁹, que cobre perdas relacionadas à falência de corretoras; essa proteção, no

²⁶⁷ FINRA. Regulatory Notice. Best Execution Guidance on Best Execution Obligations in Equity, Options and Fixed Income Markets. 2015, p. 4. Disponível em: https://www.finra.org/sites/default/files/notice_doc_file_ref/Notice_Regulatory_15-46.pdf.

²⁶⁸ Seção 308 do Sarbanes Oxley Act.

²⁶⁹ A SIPC é uma organização que visa, até certos limites, salvaguardar os investidores em caso de insolvência da instituição financeira em questão: *"Unlike the FDIC, SIPC may not give financial assistance or take any other action to help restore an insolvent member to financial health. The SIPC fund is used as necessary to compensate certain claims of the debtor firm's customers (but not other creditors) that the firm's estate is unable to pay. [...] Although it is often said that the SIPC fund will satisfy "customer claims," this does not mean that the fund guarantees reimbursement of all losses suffered by an investor who had an account with the failed firm. Rather, the fund applies only to satisfy a certain type of investor claim— namely, claims for the net contents of accounts with the debtor. These claims, properly referred to as "customer claims for net equity," include claims for securities held in accounts and for cash deposited for the purpose of securities trading. Investors with customer claims for net equity receive a pro rata recovery from the fund of customer property. To the extent that the fund of customer property may be insufficient to satisfy all customer claims for net equity, the SIPC fund will cover the shortfall. [...] Investors who were, in the lay sense, customers of the failed firm often suffer losses that will not be paid out of the SIPC fund. Most obvious among such investors are those whose customer claims for net equity exceed the \$500,000 total or \$100,000 cash limitations. Investors who had accounts with the debtor may have claims that do not qualify as customer net equity claims. To the extent that the general estate may be inadequate to satisfy these claims, the SIPC fund provides no "insurance." Examples of such claims are those based on declines in the market value of securities, fraud or breach of contract by the debtor. Investors with such claims must seek recovery from the debtor's general estate along with the debtor's other general creditors. Because a broker-dealer generally has a limited general estate, determining whether a given creditor's claim is a "customer net equity" claim is usually crucial to whether that creditor makes any recovery.*" (JOO, Thomas W. Who watches the watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure, Southern California Law Review, 1999, p. 1094, 1096 e 1097).

entanto, é limitada ao cenário de insolvência e não abrange perdas associadas a contratos de investimento não registrados na SEC²⁷⁰. Assim, nos Estados Unidos, embora as operações internalizadas possam não ser cobertas especificamente por um mecanismo de ressarcimento de prejuízo nos moldes existentes no Brasil, as regulações da SEC e da FINRA são estruturadas para garantir a melhor execução das ordens (assim como a brasileira), mitigando os riscos potenciais associados a essas transações.

293. Já na Europa, o MiFID II introduziu regras que impõem um nível mais elevado de segurança aos investidores. Os requisitos organizacionais introduzidos são relativos à proteção dos ativos dos clientes, à governança de produtos e à gestão de conflitos de interesse. O MiFID II também fortaleceu os requisitos de conduta, especificando as informações que devem ser fornecidas aos clientes e ampliando o escopo dos testes de adequação²⁷¹.

294. Tal como nos Estados Unidos, a Diretiva 97/9/CE prevê que cada Estado-membro deve instituir esquema de compensação do investidor em caso de insolvência de firmas de investimento ou de algumas instituições de crédito. Ainda assim, é facultado à regulamentação de cada Estado-membro da União Europeia certa discricionariedade para regular aspectos relacionados à internalização de ordens, não existindo, portanto, um mecanismo de ressarcimento de prejuízos específico tal como para os mercados organizados de bolsa brasileiros.

295. Mesmo considerando o contexto externo, a XP acredita que seria razoável estabelecer um mecanismo semelhante ao MRP para as operações internalizadas, dado

²⁷⁰ *"If your brokerage firm goes out of business, cannot meet its obligation to customers, and is a member of the Securities Investor Protection Corporation (SIPC), then your cash and securities held by the brokerage firm may be protected up to \$500,000, including a \$250,000 limit for cash. When a SIPC member becomes insolvent, SIPC will ask a court to appoint a trustee to supervise the firm's liquidation and to process investors' claims. SIPC, a non-government entity, protects most types of securities, such as stocks, bonds, and mutual funds. But SIPC does not protect you against losses caused by a decline in the market value of your securities. And it does not provide protection for investment contracts not registered with the SEC. One of the most frequent — and most difficult — issues a SIPC trustee must resolve when a firm goes out of business involves coverage for unauthorized transactions. To qualify for SIPC protection on an unauthorized trade, the investor must demonstrate that the trade was, in fact, unauthorized. That's why it's so important that you send a complaint in writing to your broker as soon as you become aware of an unauthorized transaction. That written complaint is usually the only way to prove that you complained to the firm about unauthorized transactions. If you do nothing — or if your broker persuades you to "ratify" the trade or agree to it after the fact — you will have a difficult time proving that you did not authorize the trade. Always read your account statements carefully and complain promptly in writing about unauthorized transactions."* (Securities Investor Protection Corporation (SIPC) | Investor.gov. Disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/securities-investor-protection-corporation-sip>).

²⁷¹ BNP Paribas. MiFID II –Introduction & Investor Protection Q&A. 2016, p. 1. Disponível em: <https://cib.bnpparibas/app/uploads/sites/2/2018/01/factsheet-mifid-ii-overview-and-investor-protection-nov-2016.pdf>.

que as operações realizadas nesse contexto podem ser comparáveis às efetuadas na bolsa, onde a norma já exige a implementação desse mecanismo²⁷².

296. A crescente eficiência do mercado de capitais, proporcionada por aspectos como efetiva disponibilização de informação a investidores e eficácia da supervisão realizada tanto pelo regulador como pelos autorreguladores, tem ocasionado uma redução na relevância do MRP. Além da queda no número de pedidos de ressarcimento via MRP, observa-se também que a grande maioria dos pleitos é indeferida, o que sugere a redução na utilidade do mecanismo.

297. De qualquer forma, e considerando a intenção de atrair uma maior confiabilidade do mercado à prática da internalização de ordens, a XP considera que faria sentido prever a necessidade de os internalizadores estabelecerem alguma forma de MRP, desde que adaptado à realidade da internalização de ordens. Esse modelo precisaria ser específico e compatível ao volume das ordens internalizadas, com (i) limites máximos e mínimos do patrimônio do MRP; (ii) e valor máximo de ressarcimento adequados. O dispêndio excessivo de recursos acabaria, em última medida, sendo transferido ao investidor.

(v) Existe alguma outra jurisdição de interesse relevante para a compreensão de medidas adotadas para a mitigação dos problemas regulatórios identificados a qual deveria ser abordada em acréscimo? Por quais razões tal jurisdição deveria ser analisada? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

298. R.: Sim, a XP entende pertinente analisar o índice americano Russel 2000, bem como jurisdições de países emergentes, como Hong Kong, Singapura e África do Sul. A análise de jurisdições com economias em desenvolvimento e similares ao Brasil seria frutífera para (i) identificar padrões de adaptação regulatória e (ii) inovações financeiras que poderiam servir como referência para o aprimoramento do mercado brasileiro.

299. Hong Kong e Singapura, em particular, são considerados competidores significativos pelo título de principal centro financeiro da Ásia. Singapura, por exemplo, implementou diversas reformas regulatórias, incluindo o *sandbox* regulatório de 2016, que visa estimular a inovação no setor financeiro. Por outro lado, Hong Kong se destaca

²⁷² Vide parágrafos 220-227 da presente Manifestação.

pela criação de iniciativas voltadas para Fintechs, especialmente com o lançamento de sete iniciativas de *smart banking* pela Hong Kong Monetary Authority, reveladas em 2021, sob o título “Fintech 2025”.

300. A análise da África do Sul também é relevante, pois o país ocupa a 19ª posição entre as maiores bolsas de valores do mundo²⁷³, com a JSE, e já foi amplamente estudado em relação à evolução do volume de seus *alternative trading systems*.

301. Atualmente, na África do Sul, as ordens ocultas correspondem a 24% do volume total de negociações²⁷⁴.

302. Além disso, o Russell 2000 é um índice representativo das empresas de menor capitalização nos Estados Unidos que serve como um termômetro para medir o desempenho das empresas *small caps* no mercado americano. O estudo da performance e da volatilidade do Russell 2000 em resposta a mudanças regulatórias poderia oferecer *insights* sobre como essas pequenas empresas se adaptariam a novas exigências regulatórias. Dado que muitas delas dispõem de recursos limitados para enfrentar a complexidade regulatória, compreender como o Russell 2000 reage a essas mudanças seria essencial para avaliar a eficácia das políticas implementadas²⁷⁵.

(vi) Quais deveriam ser os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM no que se refere a regulação do tema? A CVM deveria considerar o balanço entre objetivos conflitantes? Há objetivos regulatórios os quais não podem de maneira alguma serem sacrificados em função deste balanço? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

²⁷³ Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 124.

²⁷⁴ Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 18.

²⁷⁵ “Furthermore, Brugler (2015), mentions for mid-sized and smaller stocks, dark trades result in greater increases in market depth, both in the short run and the long run, compared to trades that occur on the limit order book (LOB), thus more improvement in liquidity. Our findings reveal a similar result, with dark trading in Russell 2000 leading to a narrower bid-ask spread (Figure 30) and improvement in liquidity ratio [...]. Further, a raw regression analysis on Russell 2000 and S&P 500 of the US market revealed dark trading has statistical significance and positive effect on liquidity for small cap – Russell 2000 but not much statistical significance for S&P 500 (Appendix C). Similar proportions of dark trading in both these indices, additionally helped us to conclude for small to mid-cap stocks, dark trading proves advantageous even at elevated levels (e.g., Russell 2000), indicating that, when considering the Russell 2000 as a proxy for the Brazilian market, an increase in transaction volume within RLP causally enhances the liquidity index (liquidity ratio)”. (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 119-120).

a) *Os respondentes podem concatenar os objetivos em objetivos finalísticos da regulação e objetivos-meio, caso seja pertinente.*

303. R.: Os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM no contexto da internalização de ordens devem, primeiramente, estar alinhados ao propósito da Lei de Liberdade Econômica, que estabelece diretrizes para a liberdade econômica²⁷⁶, o incentivo à livre iniciativa, bem como ao disposto no art. 4º da Lei nº 6.385/76^{277/278}. A CVM deve focar no desenvolvimento do mercado e em torná-lo mais eficiente, bem como na proteção dos investidores²⁷⁹.

304. É crucial que a CVM busque um balanço entre objetivos potencialmente conflitantes, como a promoção da liquidez e a eficiência do mercado, sempre atentando para a necessidade de manter a competitividade e concorrência do mercado de valores mobiliários. O objetivo da CVM deve ser de viabilizar medidas que aumentem a liquidez e a eficiência do mercado, promovendo a concorrência de forma equilibrada.

305. Também deve-se atentar para os princípios regulatórios abordados no relatório de 2011 da IOSCO sobre a liquidez opaca²⁸⁰. Essas recomendações devem ser reconhecidas, embora não possam prevalecer sobre os objetivos definidos pela Constituição Federal e pelas orientações que obrigam e norteiam a atuação da CVM, como bem observado no Parecer Gustavo Gonzalez²⁸¹

²⁷⁶ Lei nº 13.874/2019 "Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas [...]".

²⁷⁷ Vide parágrafo 17 da presente Manifestação.

²⁷⁸ Lei nº 6.385/76. "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. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) 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."

²⁷⁹ Esses são, inclusive, objetivos a serem perseguidos pela regulação do mercado de capitais, segundo a IOSCO. Vide IOSCO. Objectives and principles of securities regulation, 2017, p. 3. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf>.

²⁸⁰ IOSCO. Principles for Dark Liquidity, 2011. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>.

²⁸¹ "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,

306. O estabelecimento de estruturas de *compliance* e de governança interna mínimas são igualmente essenciais para o adequado funcionamento de mercados organizados. Ao mesmo tempo, os custos associados à implementação dessas estruturas devem ser ponderados pela CVM, para evitar criar um cenário em que ser um internalizador se torne tão custoso que (i) inviabilize a atuação nessa qualidade e (ii) acabe por transferir encargos excessivos aos investidores, que em última análise são aqueles que arcam com o aumento dos custos de transação.

307. Além disso, preocupações relacionadas a possíveis conflitos de interesses por parte do internalizador ao atuar como contraparte das ordens de seus clientes poderiam ser evitadas, por exemplo, pela obrigatoriedade de segregação de atividades de indicação de diretor responsável pelo cumprimento das normas específicas sobre internalização de ordens, que não poderia exercer função conflitante com esta.

308. Um cenário propício ao crescimento do mercado de valores mobiliários ocorre quando a regulação proposta é condizente com os riscos gerados, sem que haja imposição de ônus injustificados sobre os participantes. A regulação deve encontrar um ponto de equilíbrio ao favorecer o dinamismo do mercado e ao mesmo tempo não comprometer a proteção do investidor, implementando salvaguardas adequadas, a fim de garantir a confiança e a segurança dos investidores ao negociar no mercado, além de protegê-los contra eventuais riscos que possam surgir.

(vii) Considerando o arcabouço regulatório atual analisado na seção III do Relatório Parcial de AIR, as experiências internacionais analisadas na seção V, e eventuais objetivos regulatórios a serem perseguidos (vide questão anterior), quais alternativas regulatórias a CVM poderia considerar para mitigar os problemas regulatórios descritos na seção II?

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. 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” (Parecer Gustavo Gonzalez, p. 17-18).

Quais os impactos de tais alternativas para cada um dos participantes afetados? Os respondentes podem também aproveitar a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

a) Sugere-se que os participantes, ao fornecer eventuais alternativas regulatórias (dentre as quais incluem-se a não ação e soluções não normativas), informem precisamente quais alterações nos dispositivos ou legais seriam necessárias, além de expressar a alternativa em termos econômicos e jurídicos mais genéricos.

b) Lembra-se aos manifestantes que a CVM possui autonomia apenas para alteração de Resoluções CVM e dispositivos infra normativos, bem como possui poderes para aprovar certos mecanismos de autorregulação levados à sua apreciação. Entretanto, caso uma alternativa regulatória necessite de alteração legal, não há qualquer impedimento a sua menção.

c) Sugere-se aos manifestantes que organizem os impactos em termos de custos e benefícios monetários ou não monetários para cada categoria de participante afetado, e que avaliem também as probabilidades e riscos inerentes às alternativas.

i. Na seara de custos, considera-se que a lógica de supervisão de mercado e de compliance num contexto de menores restrições à internalização de ordens seria distinta da atual, dependendo de sistemas e mão de obra especializadas para averiguar os requerimentos de melhor execução. Assim sendo, a CVM possui especial interesse acerca de detalhes sobre as necessidades de investimento dos participantes, do autorregulador e do próprio regulador para essa possibilidade de cenário.

d) Sugere-se aos manifestantes que considerem a lógica do modelo de custo regulatório padrão da OCDE, nas situações em que há factibilidade de sua aplicação.

e) Sugere-se aos manifestantes que considerem a lógica do modelo de custo regulatório padrão da OCDE, nas situações em que há factibilidade de sua aplicação.

309. R.: Conforme já analisado nesta Manifestação, visando o cumprimento simultâneo dos objetivos regulatórios – como a proteção ao investidor, incentivo à livre iniciativa e à promoção da liquidez no mercado – a CVM deve examinar atentamente a forma de

implementação da internalização de ordens²⁸². Uma regulamentação adequada é essencial para gerar confiança entre os participantes do mercado, o que pode envolver, por exemplo, a previsão de eventuais limites ao volume que pode ser internalizado, o qual pode ou não ser analisado em conjunto com os limites impostos às Ofertas RLP.

310. Uma abordagem pertinente seria a adoção de um regime análogo ao das Ofertas RLP²⁸³, com as adaptações necessárias para a criação de uma nova modalidade de mercado de balcão organizado, como explorado ao longo desta Manifestação.

311. O ajuste da internalização de ordens aos limites técnicos já aplicáveis às Ofertas RLP permitiria estabelecer parâmetros quantitativos claros, delimitando o percentual máximo de ordens passíveis de internalização. Essa medida ofereceria (i) para os investidores (i.1) maior segurança, e (i.2) maior previsibilidade na execução de ordens; (ii) para os intermediários (ii.1) adaptação necessária de estratégias de execução e sistemas, e (ii.2) proteção da confiança na relação investidor-intermediário por proporcionar uma salvaguarda maior; (iii) para a CVM (iii.1) aprimoramento no monitoramento e regulação do mercado, e (iii.2) reforma dos mecanismos de supervisão; (iv) para as depositárias centrais (iv.1) ajuda no monitoramento de um fluxo equilibrado de ordens entre as operações internalizadas e as executadas em mercado, e (iv.2) gestão mais eficiente de registro e liquidação dos ativos; (v) para as administradoras de mercados organizados (v.1) maior segurança sobre controle de ordens internalizadas e não-internalizadas, mantendo concorrência; (vi) para os prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações (vi.1) distribuição mais equilibrada das ordens a serem compensadas entre mercado interno e aberto, e (vi.1) melhor gerência de demandas de serviço.

312. A permissão para que cada internalizador desenvolva sua própria autorregulação permitirá a concorrência entre eles para criar as melhores normas, sendo no seu interesse captar o maior fluxo de ordens possível.

313. Visando evitar uma imposição de custos excessivos sobre o autorregulador ou intermediário quanto à supervisão de ambientes sem transparência pré-negociação, sugere-se a exigência da divulgação de informações pós-negociação pelos

²⁸² "(...) 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)" (Parecer Gustavo Gonzalez, p. 19).

²⁸³ Vide parágrafos 172-174 da presente Manifestação.

internalizadores. Conforme demonstrado pela experiência norte-americana, em que a *Rule 605* obriga os intermediários a divulgarem relatórios detalhados a respeito da execução de ordens de seus clientes, medidas pertinentes à transparência pós-negocial podem ser eficazes na manutenção da adequada supervisão do mercado, sem impor custos excessivos aos autorreguladores ou internalizadores (que seriam, em última instância, repassados aos investidores)²⁸⁴.

314. A CVM poderia ainda considerar a imposição de obrigações compensatórias aos intermediários que realizam a internalização de ordens ou, alternativamente a criação de um sistema de ressarcimento de prejuízos, em linha com o MRP já existente no ambiente de bolsa. Como apontado nesta Manifestação, a exigência de que os internalizadores estabeleçam um mecanismo de compensação específico para as ordens internalizadas seria uma solução coerente, tendo em vista as semelhanças operacionais entre as transações realizadas por esses intermediários e aquelas conduzidas nos mercados organizados, em que o MRP é um requisito regulatório. A adoção desse mecanismo garantiria que, em caso de prejuízo financeiro ao investidor decorrente da execução de ordens internalizadas em condições menos favoráveis, houvesse um canal formal, devidamente estruturado e eficaz, para que ele pudesse pleitear sua reparação.

315. E, como bem explicado no Parecer Gustavo Gonzalez, tanto as entidades organizadoras quanto os intermediários já estão sujeitos a uma série de deveres regulatórios, incluindo o monitoramento constante de suas atividades. A introdução da concorrência apenas reforça a necessidade de que essas instituições avaliem se suas rotinas de controle são adequadas para lidar com as novas demandas. Em um cenário de mercado cada vez mais digitalizado, todas as atividades deixam rastros eletrônicos, facilitando a supervisão e o monitoramento eficazes²⁸⁵. Dessa forma, permitir a

²⁸⁴ "A central concern for the CVM is the potential cost of overseeing internalised trades, particularly given the opacity of dark trading. However, international experience shows that regulatory costs can be managed effectively through post-trade transparency requirements. In the U.S., for example, Rule 605 mandates that broker-dealers submit detailed trade execution reports, ensuring that internalised trades are subject to oversight without the need for intrusive pre-trade monitoring. Brazil could adopt similar measures to maintain regulatory oversight without imposing excessive costs on market participants. Enhanced post-trade reporting would allow the CVM to track internalised trades, ensuring transparency and market integrity while minimising the burden on both regulators and broker-dealers." (Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 6-7).

²⁸⁵ "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 brasileira. A inclusão da possibilidade de haver concorrência seria, então, um aspecto a ser considerado por eles para o cumprimento de seus deveres de monitoramento. Estes, como se sabe, concretizam-se principalmente pela instituição e manutenção de

internalização de ordens é apenas um passo lógico, e não uma revolução disruptiva, em direção a um mercado mais moderno e competitivo.

VII. Conclusão

316. A discussão sobre a prática da internalização de ordens não é recente no Brasil, e muito menos em âmbito internacional. A principal diferença entre o momento atual e ocasiões pretéritas em que foram travados debates sobre internalização de ordens em sede de audiências públicas da CVM é que, hoje, há farto material documentando os efeitos da internalização de ordens em outras jurisdições, tanto em mercados desenvolvidos quanto emergentes.

317. Apesar de um olhar internacional ser imprescindível para a análise dos efeitos da internalização de ordens e principalmente das estruturas por meio das quais ela ocorre, a própria regulação brasileira já desenvolveu práticas que constituem, no entendimento da própria CVM, modalidades de internalização de ordens, como é o caso, por exemplo, das ofertas diretas e das Ofertas RLP.

318. A Oferta RLP é de especial relevância para a análise dos efeitos da internalização de ordens, pois constitui mecanismo por meio do qual se permite que o intermediário figure como contraparte de ordens de seus clientes, sem transparência prévia das suas ofertas. A principal distinção da Oferta RLP para a internalização de ordens, ao menos nos seus moldes clássicos, é que o cruzamento das Ofertas RLP ocorre no ambiente de negociação da bolsa, e não no sistema de gerenciamento de ordens do intermediário.

319. A ideia por trás de realizar o fechamento das ordens no ambiente de negociação da bolsa em vez de no sistema do intermediário teria precipuamente o intuito de evitar eventual preterição de clientes do próprio intermediário, em razão da latência entre a consulta ao ambiente de bolsa e o fechamento do negócio.

320. Não se nega que questões concernentes ao conflito de interesses do intermediário que negocia com seus clientes merecem especial atenção do regulador. No entanto, (i) a constante evolução da tecnologia tem permitido uma crescente redução da latência entre a consulta aos preços na bolsa e o cruzamento interno das ordens, e (ii) a redução dos

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” (Parecer Gustavo Gonzalez, p. 40-41).

custos diretos (como os custos pagos em emolumentos à bolsa) e indiretos (como uma menor liquidez e maior spread decorrentes da vedação à internalização) que a internalização pode proporcionar tendem a trazer mais benefícios para os investidores do que os prejuízos da eventual preterição de clientes.

321. Quanto ao ponto (ii) acima, a redução dos custos diretos e indiretos mencionados possibilitarão que o internalizador execute ordens de seus clientes a um preço significativamente superior ao que se verificaria na bolsa. E o incentivo para que os internalizadores incrementem o preço de fechamento é claro: atrair um maior fluxo de ordens para si, pois não há que se negar que os internalizadores também se beneficiam financeiramente ao atuarem como contraparte de seus clientes. Ainda assim, caso se queira garantir uma vantagem para o cliente, poderia se estabelecer a obrigatoriedade da melhoria do preço de fechamento, tal como ocorre atualmente com as Ofertas RLP.

322. Por qualquer ângulo que se olhe, a preocupação com a preterição de clientes se esmorece diante das consequências positivas inerentes à internalização de ordens. Esses efeitos ainda podem ser reforçados com a edição de regras adequadas pelo regulador, em conjunto às já existentes (como a que prevê a *best execution*). Em outras palavras, eventuais justificativas que poderiam ter sido apresentadas no passado para vedar a prática de internalização de ordens já não mais se sustentam.

323. As lições obtidas com a implementação das Ofertas RLP não param por aí. Se já houve receio por parte da CVM com o potencial aumento da fatia de mercado dos intermediários que internalizam ordens, essa preocupação pôde ser reduzida com a experiência recente da Oferta RLP. Um estudo da própria área técnica da CVM concluiu que: "(...) *não houve uma concentração de Market share entre as corretoras que utilizam o RLP. Tal situação permite inferir que o aumento da liquidez gerou uma atração para todo o mercado e não somente para as corretoras que utilizam do mecanismo*"²⁸⁶.

324. Também é fato que negociações por meio de Ofertas RLP têm melhorado a qualidade dos mercados em que foram permitidas, o que se constata por fatores como o aumento de volume transacionado, número de negócios, ordens, números de investidores²⁸⁷ e, especialmente, liquidez²⁸⁸. Certamente, a adequação e eficiência da

²⁸⁶ Memorando nº 25/2020-CVM/SMI, de 29.07.2020, emitido no âmbito do PA CVM nº 19957.002097/2016-90.

²⁸⁷ GENARO, Alan de; SAFFI, Pedro A. C. Internalizando a internalização de ordens, 2021, p. 49. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368.

²⁸⁸ Accenture. Illuminating the Benefits and Costs of Trade Internalisation: Liquidity, Volatility, Price Discovery, and the Regulation Challenges: Final Report. Novembro de 2024, p. 106-107.

autorregulação da BSM são elementos chave nesse sucesso, tendo ficado claro que a atuação da CVM como fiscalizador do supervisor se mostrou uma experiência bem-sucedida.

325. Daí a XP sugerir a edição de regulamentação que preveja que os internalizadores de ordens, na qualidade de administradores do denominado mercado internalizador de balcão organizado, sejam responsáveis por estabelecer estruturas de autorregulação. Tal autorregulação poderia ser implementada pela criação de um departamento próprio dedicado a essa função ou pela contratação de uma entidade independente que desempenhe tais atividades em nome do internalizador.

326. Ao adotar essa medida, a CVM mitigará sua carga regulatória, permitindo-se concentrar em outras áreas, sejam ou não relacionadas à internalização de ordens. A Autarquia poderá restringir sua interferência no âmbito da autorregulação, intervindo apenas quando determinado autorregulador não desempenhar de forma satisfatória as funções que lhe foram atribuídas.

327. As soluções práticas apontadas nesta Manifestação têm, ao fim e ao cabo, a intenção de permitir que os investidores desfrutem ao máximo dos evidentes benefícios que a internalização de ordens pode representar para a qualidade do mercado. Essas vantagens foram desenvolvidas em maior detalhe nos capítulos anteriores desta Manifestação e no Estudo Accenture, mas não custa frisar aqui algumas delas: (i) surgimento de novos ambientes de negociação, que (a) visam satisfazer interesses de diversos tipos de investidores e (b) intensificam a concorrência pelo fluxo de ordens de varejo; (ii) redução dos custos, taxas e emolumentos a serem arcados pelos investidores (iii) estreitamento do *bid-ask spread* entre as ordens; (iv) liquidez e profundidade maiores e contínuos; (v) maior eficiência na formação do preço; (vi) maior celeridade na execução de ordens; (vii) possibilidade de incremento no preço de fechamento das operações; (viii) redução na volatilidade do mercado; e (ix) possibilidade de *payment for order flow*.

328. Finalmente, a opção pela permissão à internalização de ordens vai no encontro dos objetivos que devem ser perseguidos pela CVM, previstos no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, dos quais se destacam (i) o estímulo à poupança e aplicação em valores mobiliários; (ii) a promoção da expansão e o zelo pela eficiência do mercado de capitais; (iii) o cuidado em prol do funcionamento hígido do mercado; e (iv) a proteção do investidor mediante o acesso a informações sobre os valores mobiliários negociados.

329. Na mesma linha, a manutenção da vedação à internalização de ordens configura injusto tolhimento à livre iniciativa, fundamento da República Federativa do Brasil previsto na Constituição Federativa.

330. Não se pode esquecer os preceitos positivados na Lei da Liberdade Econômica que visam dar concretude ao referido princípio constitucional. Ressalta-se, em especial, o caráter subsidiário e excepcional da intervenção do Estado sobre o exercício da atividade econômica, assim como a vulnerabilidade do particular perante o Estado. Dito de outro modo, a regulação sobre o domínio econômico deve priorizar a autonomia dos agentes privados, incentivando o empreendedorismo e a liberdade de escolha, devidamente informada, do investidor. Na visão da XP, esses mandamentos se concretizam, no caso em tela, pela permissão à internalização de ordens.

* * * *

331. Sem mais para o momento, mantemo-nos à disposição de V.Sas. para prestar os esclarecimentos adicionais que se fizerem necessários.

Atenciosamente,
XP Investimentos CCTVM S.A.