



São Paulo, 15 de novembro de 2024.

À

Comissão de Valores Mobiliários

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

Endereço eletrônico: asa@cvm.gov.br

At.: Sr. Bruno Barbosa de Luna

Assunto: TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS ASA/CVM Nº 01/24.

Prezados(as) Senhores(as),

A A5X S.A. ("A5X"), na condição de futura requerente à autorização para funcionar como entidade administradora de mercado de bolsa, nos termos da Resolução CVM nº 135, de 2022, dirige-se a esta Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), para manifestar suas opiniões e compartilhar com V.Sas. suas preocupações em relação ao tema objeto da Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24 ("TPS 01/04").

A presente manifestação se destina a analisar algumas questões relacionadas à prática de internalização de ordens, e sua eventual admissão no mercado de valores mobiliários brasileiro, sob a perspectiva de uma nova infraestrutura de mercado, que pretende fazer competição aos serviços oferecidos pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"), na administração de mercados organizados, no segmento de bolsa de derivativos. Nesse sentido, cabe destacar que esta manifestação não tem a pretensão de exaurir o tema da internalização, ou de produzir uma análise extensiva uma vez que a A5X, como companhia pré-operacional, dedica estrategicamente seus recursos, humanos, tecnológicos e financeiros para construir uma bolsa inovadora, competitiva e benéfica ao mercado e aos



investidores. Dessa forma, o principal objetivo desta manifestação é apresentar à CVM e ao mercado, de forma objetiva, a perspectiva de uma nova infraestrutura de mercado no debate da internalização de ordens e o impacto ao futuro do mercado capitais brasileiro.

Cumpre, de início, saudar a CVM pela sempre louvável iniciativa de colocar esse tema de especial relevância em debate público, visando, nesse momento, a coleta de subsídios que serão utilizados para orientar a decisão da CVM de admitir ou não a prática de internalização no mercado de valores mobiliários brasileiro. Deve-se congratular a ASA, em especial, pelo profundo trabalho de pesquisa que confere grande solidez às análises efetuadas no Relatório Parcial, documento esse que consegue capturar os principais elementos a serem considerados no tratamento regulatório do tema.

A discussão acerca da prática de internalização de ordens, vale rememorar, foi tema discutido na Audiência Pública SDM 06/07. Naquele ensejo, a CVM apontou a existência de determinadas lacunas em nosso mercado (i.e., a ausência de mecanismos de consolidação de informações acerca das ofertas inseridas e negócios fechados em diferentes mercados, e a ausência de regulamentação clara sobre *best execution*), como principal fator impeditivo para que se permitisse a prática da internalização.

Como destacado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM") em seu Relatório de Análise, a maioria dos manifestantes na referida Audiência Pública foi favorável à proibição da internalização, nos termos do art. 59 da Instrução CVM nº 461, de 2007 (proibição essa que, aliás, vigora desde a edição da Resolução CMN nº 39, de 1966, com pequenas alterações de teor ao longo do tempo). Os manifestantes contrários à internalização apontaram os mesmos efeitos adversos descritos no Relatório Parcial elaborado pela ASA, dentre os quais cabe destacar:

- a redução da transparência no processo de formação de preços que adviria da admissão dessa prática;



- o atual estágio de desenvolvimento do mercado brasileiro, que conta com poucos intermediários de escala suficiente para prestar esse tipo de serviço que ainda é submetido à forte concorrência dos mercados estrangeiros; e
- as condições competitivas assimétricas que a internalização produziria, dado que os intermediários internalizadores se apropriariam dos benefícios dos sistemas de formação de preço, sem incorrer nos custos de mantê-los.

Na presente manifestação, as questões suscitadas pela Audiência Pública SDM 06/07 serão abordadas à luz da conjuntura atual do mercado de capitais brasileiro, em especial na relação entre infraestrutura de mercado, competição e internalização de ordens.

Em suma, a CVM demonstrou consistência em sua estratégia regulatória ao longo dos últimos anos ao abrir o mercado à competição, que começou a surtir os seus efeitos somente recentemente, com a criação de novas infraestruturas e entidades de mercado. Essas iniciativas, dentre as quais a A5X faz parte, precisam de tempo suficiente para sua consolidação, e seus reflexos positivos de fato impactarem o mercado, de modo que a expansão da internalização poderia impor novas dificuldades a essa evolução do mercado.

Entendemos que a internalização representa uma ameaça estrutural para o mercado de valores mobiliários brasileiro, em seu formato atual, razão pela qual entendemos ser necessário e oportuno nos manifestarmos sobre os tópicos a seguir abordados.

1. Competição e isonomia do tratamento regulatório

A preservação da livre competição exerce papel de fundamental importância na regulação do mercado de valores mobiliários, atuando como fator decisivo para que esse mercado alcance níveis mais elevados de eficiência. A relevância da liberdade de concorrência está destacada no documento *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*, aprovado pelo Voto nº 426/1978, do Conselho Monetário Nacional, em 21/12/1978, como se observa do trecho a seguir transcrito:



A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente. A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento. A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários.¹

Assim como estabelecido no referido documento, a A5X acredita que o mercado de valores mobiliários precisa ser “livre, competitivo e informado”, e deve, acima de tudo, ser um “mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos que nele transacionam”.

Em nossa opinião, a CVM se manteve fiel ao princípio da livre competição quando da edição da regulação das infraestruturas de mercado de capitais atualmente em vigor. É importante ressaltar que, nas Audiências Públicas SDM nºs 06/07, 5/12 e 9/19, e as opções regulatórias adotadas pela CVM, naquelas ocasiões, se mostraram inteiramente acertadas repercutiram positivamente em oportunidades de concorrência ao mercado brasileiro no âmbito das infraestruturas de mercado, como se pôde observar com o passar dos anos.

Os estudos e análises que amparam a edição da Instrução CVM nº 461 e da Resolução CVM nº 135, atualmente em vigor, deram ensejo a uma regulação que sanou muitos dos entraves regulatórios para que se estabeleça a livre competição entre infraestruturas do mercado de valores mobiliários, assim como almeja atender aos melhores padrões regulatórios em nível internacional quanto a diversos temas, notadamente quanto à internalização de ordens em mercados similares ao brasileiro.

A A5X entende, porém, que a introdução da prática da internalização não apresenta um caminho virtuoso para que se faça competição no mercado brasileiro aos serviços de administração de mercados organizados de bolsa atualmente prestados pela B3 em regime

¹ Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/regulacaodomercadodevaloresmobiliarios.pdf>. Acesso em 22/10/2024.



de monopólio, conforme trazido nesta manifestação. No Brasil a primeira experiência com a internalização de ordens ocorreu em meados da década passada, por meio do produto *Client Facilitation*. À época, o mercado brasileiro passava por mudanças estruturais, com a falência da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) em 2002, a desmutualização das bolsas em 2007, a fusão entre BM&F e a Bovespa (2008), a fusão da BM&FBovespa com a Cetip (2017), e a consolidação do mercado em uma única entidade, a B3, processo que impôs custos elevados incontornáveis aos intermediários em razão da falta de competitividade.

A internalização, nesse contexto, foi uma alternativa encontrada pelo mercado de intermediação, por um lado, para endereçar os elevados custos e barreiras de entrada, e, por outro, em razão de uma concorrência predatória² do monopólio estabelecido. À época, ela permitiu reduzir os custos e garantir receita para os intermediários, possibilitando que os mesmos ofertem plataformas sem custo ao investidor e a realização de operações sem taxa de corretagem. No entanto, conforme demonstram os documentos apresentados pela CVM, a internalização implica uma deterioração do processo de formação multilateral de preços e dos sinais indicativos inerentes ao mercado de bolsa.

Ademais, sob o pretexto de aumento de liquidez ao varejo e em face da breve experiência com o produto *Client Facilitation*, a CVM autorizou que a B3 desenvolvesse o *Retail Liquidity Provider*, ou Oferta RLP, que pode ser considerada uma forma de internalização. Esta, em tese, traria profundidade ao mercado, atraindo um maior fluxo de negociação ao dar liquidez às ofertas ilíquidas e reduzindo os *spreads*.

Na realidade, a Oferta RLP se concentrou nos produtos mais líquidos do mercado, o mini-índice e mini-dólar, que já apresentavam *spreads* reduzidos. Quando introduzida ao mercado de ações, consideravelmente menos líquido, a Oferta RLP não obteve a mesma relevância,

² A título de exemplo, em 2019, o ATG realizou denúncia no CADE contra as práticas anticoncorrenciais exercidas pela B3, resolvido por via de mediação. Processo CADE 08700.002656/2016-57, disponível em: https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcL9FcFMR5UuJ6rLqPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBcQXjoiFxFxNgQ3EWWv25ZGmqzTgqcmdoTd5pei4J4gzEKv



não fomentando a pretensa liquidez. Em suma, apesar de necessária no contexto de maiores custos de entrada e concentração de mercado da década passada, o real efeito da Oferta RLP foi, para o investidor de varejo, neutralizar a possibilidade de lucro ao capturar o *spread*, e, para os formadores de mercado, reduzir os incentivos de colocar ofertas firmes no livro central ao segmentar o fluxo de ofertas desinformadas.³

Nota-se, assim, que as vicissitudes trazidas pela internalização, nos moldes da Oferta RLP, só se justificam em um mercado profundamente concentrado, impondo uma competição assimétrica ao monopólio instaurado. Ou seja, do modo como foi introduzida no Brasil, a internalização foi uma consequência incidental de um mercado monopolizado.

Destacamos, entretanto, que a competição de infraestruturas de mercado foi apontada como benéfica ao mercado brasileiro em estudo encomendado pela CVM à Oxera⁴, em 2012, por meio do qual a consultoria concluiu que o mercado brasileiro poderia se aprimorar em termos de custos, qualidade dos serviços, inovação, estabilidade de mercado e custos de corretagem com a introdução da concorrência nos ambientes de negociação e pós-negociação.

Em linha com a conclusão da Oxera, a Resolução CVM nº 135, em setembro de 2022, auxiliou a competição no mercado de capitais, fomentando a criação de novas entidades administradoras de mercado, que atualmente estão pleiteando seu funcionamento junto aos reguladores – dentre elas a A5X. Não obstante, o processo de concepção de uma entidade administradora de mercado é longo e complexo, assim como o pedido de autorização junto aos reguladores. Dessa forma, cogitar eventual internalização sem que seja visto o desdobramento da estratégia regulatória da Resolução CVM nº 135 é não apenas precoce, como vai em desacordo com o estímulo a uma competição legítima entre infraestruturas de

³ COSTA, Isac Silveira da; Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais: RDB, São Paulo, v.24, n.92, p.15-45, abr/jun. 2021.

⁴ Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf



mercado que possam oferecer ao mercado brasileiro alternativas de produtos, preços, e tecnologia sem que seja necessário renunciar às devidas salvaguardas exigidas às infraestruturas de mercado de valores mobiliários no Brasil.

Sendo assim, em um novo contexto quando comparado com o da década passada e com a publicação da Resolução CVM nº 135, entendemos que incentivar a criação de esquemas alternativos de negociação como a internalização de ordens poderá resultar numa competição desequilibrada e assimétrica, na medida em que o internalizador não estará sujeito ao conjunto de normas que hoje regula o funcionamento das infraestruturas do mercado de valores mobiliários tampouco aos *Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro*, da IOSCO, mencionados no Edital da TPS 01/04.

Admitir-se que a internalização possa servir como forma de introduzir competição com o mercado organizado de bolsa significa aderir a um modelo de “competição generalizada”, conforme expressão cunhada pela ASA. Esta, por sua vez, se desenvolverá de forma desigual e predatória frente às novas infraestruturas de mercado, sob o risco de se impor, a todos os que dele participam, as graves consequências que essa prática pode acarretar.

A assimetria da competição entre internalizadores e mercados organizados foi o que motivou a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) a propor alterações na *Order Competition Rule*, com a finalidade de restringir a internalização de ordens, como se extrai das palavras do atual presidente da SEC, Gary Gensler, abaixo transcritas:

Today’s markets are not as fair and competitive as possible for individual investors — everyday retail investors. This is in part because there isn’t a level playing field among different parts of the market: wholesalers, dark pools, and lit exchanges. Further, the markets have become increasingly hidden from view, especially for individual investors.

Desse modo, a competição que se desenvolve na ausência de um *level playing field* tem grande probabilidade de produzir distorções como as que a SEC deseja agora corrigir. Nesse cenário, os incentivos para o ingresso de novas infraestruturas no mercado de valores



mobiliários nacional serão reduzidos dramaticamente, e menores serão as chances de se estabelecer uma efetiva competição entre infraestruturas de mercado de forma legítima e benéfica para os investidores em geral. As incipientes infraestruturas de mercado, dentre as quais encontra-se a A5X, se basearam na oportunidade regulatória e de mercado abertas com a publicação da Resolução CVM nº 135, mobilizando investimentos e pessoal para oferecer novas possibilidades e reduzir os custos do mercado. A insegurança jurídica proveniente de um eventual avanço da internalização altera materialmente os prospectos desses projetos, impactando investimentos e, eventualmente, interpondo novos entraves à sua consolidação.

Uma eventual permissão da internalização de ordens, ainda que limitada e com eventuais salvaguardas, reverbera, em normas lapidares da regulação do mercado, notadamente nas Resoluções CVM nº 135 e 35, alterando sistemicamente a relação entre entidades administradoras de mercado, infraestruturas de mercado e intermediários. Todo o recente arcabouço regulatório precisaria ser repensado em novas bases, não apenas sobre a ótica da qualidade de mercado, mas também pela segurança jurídica, alteração de custos, supervisão de participantes e concorrência. Destaca-se que a CVM passou recentemente por um benéfico processo de consolidação da regulação, cujos efeitos positivos ainda não foram plenamente experimentados pelo mercado.

2. A potencial redução da qualidade do processo de formação de preços: a controversa relação custo-benefício em torno do Problema Regulatório

Como destacado no Relatório Parcial da ASA, a internalização de ordens representaria uma “redução da competição em ambientes em que há formação de preço através da interação competitiva de ordens para elevar a competição generalizada entre ambientes alternativos de negociação”, que se sujeitam, inclusive, a requisitos regulatórios distintos⁵.

Assinado por:


⁵ Relatório Parcial, p. 60.



Nessa mesma linha, a internalização a implicaria em uma segmentação de perfis de investidores, com desvio do fluxo de ordens dos investidores de varejo, tradicionalmente menos informados, para o ambiente do internalizador, sem transparência pré-negociação (denominado de mercado *dark*), ao passo que as ordens de investidores institucionais, mais bem informados que os de varejo, continuam a ser executadas no ambiente transparente de bolsas (denominado mercado *lit*).

Em síntese, a internalização acarreta a segregação desses fluxos de ordens, mantendo-se as ordens de investidores de varejo no ambiente *dark*, de modo que deixam de interagir diretamente com o fluxo de ordens de investidores institucionais, que por sua vez continuam a ser direcionadas para o mercado *lit*.

Apesar de parte da literatura posicionar a internalização de ordens como uma solução para o problema da seleção adversa decorrente da interação entre investidores informados e não informados, o fato é que, na prática, os benefícios proporcionados por essa prática são bastante duvidosos. Os estudos empíricos mencionados pela ASA em seu Relatório Parcial apontam, em sua maioria, que há “alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado”.

No contexto do mercado brasileiro de *equities*, no qual a internalização tende a ser amplificada, é praticamente certo que haverá deterioração do processo de formação de preços, caso se permita a segregação do fluxo de ordens de investidores de varejo e sua retirada do livro central. Isso porque, ao se manter no mercado transparente de bolsa apenas as ordens de investidores institucionais, haverá uma acentuada redução da diversidade de perfis e menor interação entre investidores com diferentes objetivos e estratégias, o que, por si só, conduz ao empobrecimento do processo de formação de preços.

Nesse cenário, é previsível que os formadores de mercado perderão os incentivos para exercer sua função, reduzindo sua presença e até mesmo se retirando do mercado, o que



poderá agravar ainda mais a piora da qualidade da precificação dos valores mobiliários negociados no mercado transparente.

Dito isso, todos os investidores, mas especialmente os de varejo, poderão ser afetados adversamente pela prática sistemática da internalização, que poderá resultar em preços menos favoráveis, em decorrência da menor assertividade do preço produzido em ambientes transparentes de negociação. Ainda, a internalização apresenta outras distorções dos benefícios econômicos aferidos no mercado, por meio da prática do efeito carona (*free riding*). Para garantir a *best execution*, o intermediário deve utilizar o parâmetro da melhoria do preço teórico do livro central, formado por ordens não internalizadas. Em outras palavras, o intermediário internalizador aproveita-se da formação de preços do livro central, beneficiando-se sem contribuir com ela. Desse modo, a internalização cria incentivos perversos no mercado, de modo que aqueles que menos contribuem para sua formação são os que mais dele se beneficiam.

O paralelo eventualmente traçado com o mercado norte-americano para defender a ampliação da internalização no mercado brasileiro tampouco é factível. Conforme argumentamos, a internalização foi uma alternativa para a execução de ordens em estruturas administradoras de mercado, tendo em vista os custos mais elevados, bem como outras facilidades na execução das ordens. Atualmente, os Estados Unidos apresentam 24 *Exchanges* nacionais registradas junto à SEC⁶, e mais de 78 *Alternative Trading Systems*⁷. Por mais que haja grandes grupos financeiros, a fragmentação de mercado, a significativa liquidez e a possibilidade de roteamento de ordens em busca da melhor execução faz com que os impactos da internalização sejam consideravelmente mitigados na estrutura difusa de players se comparados com um mercado concentrado e em desenvolvimento, como o brasileiro.

Assinado por:

A black rectangular box redacting the signature of the person who signed the document.

⁶ Disponível em: <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/national-securities-exchanges>

⁷ Disponível em: <https://www.sec.gov/foia-services/frequently-requested-documents/alternative-trading-system-ats-list>



Não obstante, mesmo no mercado norte-americano, significativamente maior que o mercado brasileiro, há dúvidas quanto aos benefícios proporcionados por essa prática. A incerteza acerca dos benefícios proporcionados pela internalização de ordens se vê refletida nas palavras do atual presidente da SEC:

Many of the rules governing the national market system haven't been updated since 2005. In the meantime, developments in the in the markets have resulted in a market structure that is less competitive, less transparent, and more concentrated than it should be for individual orders. As the release notes, "Broker-dealers route more than 90% of marketable orders of individual investors in [National Market System] stocks to a small group of six off-exchange dealers, often referred to as 'wholesalers'.⁸

3. Da irreversibilidade da mudança regulatória

Destacamos que mudanças regulatórias de impacto, como uma eventual abertura à internalização de ordens, implicam uma readequação do mercado, em termos tecnológicos e de investimento, e por essa razão devem ser avaliadas com a devida cautela.

A título de exemplo, nos parâmetros hoje estabelecidos por meio da Oferta RLP, o mercado de intermediação se reorganizou, aplicando recursos consideráveis para suportar as necessidades tecnológicas e regulatórias da Oferta RLP como parte das estratégias das corretoras. Ademais, os intermediários estruturaram suas estratégias de negócios e desenvolveram novas linhas de receita com base nesses produtos. Não obstante os resultados questionáveis que sua implementação pode ter gerado no mercado, fruto de uma resposta imperfeita ao monopólio estabelecido, a internalização, por meio da Oferta RLP, é hoje um *fait accompli* no mercado.

Dessa forma, uma nova abertura do mercado à internalização não pode ser vista como alternativa, que, se trilhada, poderá ser facilmente reversível, sobretudo se considerarmos

⁸ Declaração do *Chair* da SEC, Gary Gensler, sobre a proposta para aumentar a competição por ordens. (*Proposal to Enhance Order Competition*). Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-order-competition-20221214>. Acesso em 24/10/2024.



que sua revogação implicaria custos de adaptação significativos para todos os agentes de mercado e aos quais os seus negócios se adaptariam com o tempo. , assim como aconteceu com o RLP no exemplo acima e com a própria internalização nos EUA, que hoje é questionada pela SEC mas cuja reversão é extremamente complexa por toda a readequação na indústria que ela trouxe.

Observa-se que os efeitos deletérios provocados pela internalização, cujos benefícios são concentrados e os custos difusos, não se justificam em uma conjuntura de abertura do mercado à concorrência, e tampouco deve ser considerada sob a prerrogativa de teste, uma vez que sua implementação pelo mercado a torna fato consumado.

4. Considerações finais

Por um lado, na conjuntura brasileira, a internalização de ordens, por meio do RLP, foi uma resposta imperfeita às condições de mercado impostas a intermediários e investidores pela estrutura monopolista. Os altos custos e ausência de alternativas levaram os participantes a encontrarem meios próprios para desenvolverem o mercado de intermediação. Contudo, conforme demonstra o estudo da CVM, os resultados sistêmicos da internalização no mercado brasileiro são, no mínimo, questionáveis.

Por outro lado, ao longo dos anos, a CVM promoveu um louvável esforço de consolidação de normas, reduzindo barreiras regulatórias e custos de entrada, de modo a fomentar a concorrência no mercado de valores mobiliários brasileiro. A Resolução CVM nº 135, de setembro de 2022, foi o zênite desse processo de racionalização da regulação, semeando a concorrência e produzindo efeitos benéficos no mercado. A construção de uma entidade administradora de mercado, no entanto, não é trivial ou rápida, e os projetos concebidos quando da produção da norma passam a criar raízes agora, e virão a colher frutos ainda em breve. Com efeito, observamos que, desde a publicação da Resolução CVM nº 135, novos candidatos a infraestruturas e entidades administradoras se organizaram para oferecer seus serviços. A insegurança jurídica proveniente da expansão da internalização frustraria não



apenas o prospecto dos novos entrantes, como todo o contexto regulatório de fomento à competição direta.

Entendemos que a abertura a uma concorrência assimétrica, por meio da internalização, com consideráveis impactos negativos, no atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, é contraprodutiva à concorrência, enfraquecendo os incentivos a novas entidades administradoras de mercado. A CVM, enquanto guardiã do mercado de capitais brasileiro, deve perseguir a clareza e consistência presentes na regulação publicada dos últimos anos, fomentando o espaço para a competição aberta e justa. Ao mesmo tempo, estamos certos de que o regulador não permitirá que o espaço sabiamente aberto à competição seja fechado por práticas anticompetitivas, pelo exercício abusivo de posição dominante, ou pela imposição de barreiras à entrada, pondo abaixo, assim, um processo projetado ao longo de anos.

Essas são as contribuições que desejamos apresentar a V.Sas., na expectativa de contribuir para o debate acerca da internalização de ordens e estrutura de mercado, tema que se apresenta como de grande relevância para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nacional.

Atenciosamente,

Assinado por:


A5X S.A.