



OF-DG-033/2024

São Paulo, 18 de novembro de 2024

À

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

VIA E-MAIL ASA@CVM.GOV.BRRef.: Edital de Tomada de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (Edital)

Na qualidade de Associação representativa dos interesses dos intermediários do mercado de capitais brasileiro, a **ANCORD – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS**, vem, respeitosamente, apresentar contribuição ao Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 e a Avaliação de Impacto Regulatório sobre Internalização de Ordens (“Edital” e “AIR Parcial”, respectivamente),¹ nos termos abaixo.

A contribuição é dividida em três seções: (i) introdução; (ii) respostas objetivas às perguntas constantes do Edital; e (iii) “manifestação holística”.

1. INTRODUÇÃO²

Inicialmente, a ANCORD congratula a CVM pela iniciativa de completar a AIR Parcial da internalização de ordens por meio de tomada de subsídios, permitindo a todos os agentes de mercado que reflitam e se manifestem sobre esse importante tema.

A CVM tem cumprido uma agenda muito positiva em prol do mercado de valores mobiliários, trazendo diversos avanços regulatórios. A regulação da internalização de ordens será mais um importante passo rumo ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Considerando a importância do tema para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e com o objetivo de colaborar da melhor forma com a CVM, a ANCORD

¹ Edital e AIR Parcial constantes no [link](#).

² Termos em maiúsculas na Introdução e Sumário Executivo são definidos no texto.



adotou uma série de iniciativas para reunir informações quantitativas e qualitativas sobre a internalização de ordens: (a) discutiu o assunto em grupo composto por integrantes indicados por suas associadas e especialistas no tema; (b) contratou a renomada consultoria Oliver Wyman que apresentou estudos quantitativos e qualitativos sobre a internalização de ordens (Anexo I – Documento Final – Dados de benchmarks internacionais e Potenciais impactos da internalização no Brasil, Anexo II – Frameworks regulatórios; (c) contratou a assessoria jurídica do escritório Levy&Salomão Advogados e (d) solicitou à Dra. Grasiela Cerbino, que foi por muitos anos diretora jurídica da B3 S.A. - Brasil Bolsa e Balcão, a elaboração de parecer jurídico sobre o tema (Anexo III).

Após análise minuciosa de todos os estudos acima referidos, a ANCORD entende que a permissão à internalização de ordens com salvaguardas regulatórias trará diversas vantagens ao mercado, especialmente aos investidores.

Inicialmente, cabe ressaltar duas questões conceituais relevantes para evitar que a internalização de ordens seja indevidamente rotulada como mercado não organizado ou pouco transparente. São enunciadas abaixo:

(i) Conforme mencionado na AIR Parcial, o conceito de internalização de ordens é amplo e inclui todas as modalidades de negócios nas quais o intermediário promove o encontro entre ofertas de compra e de venda de valor mobiliário, seja na qualidade de intermediário, administrador do ambiente e/ou provedor de liquidez operando com sua carteira própria. Os países que permitiram a internalização de ordens no conceito amplo estabeleceram requisitos de governança e controles internos para os internalizadores que os assemelham ao conceito brasileiro de mercado organizado.

(ii) A existência ou não de transparência de ofertas anteriores à execução dos negócios não é elemento caracterizador da internalização, mas apenas uma das alternativas possíveis a depender da liquidez do valor mobiliário, tipo de negócio e perfil das ordens e dos investidores. Portanto, não é correto considerar que a internalização é sinônimo de mercado opaco (“*dark pool*”). Por outro lado, o paradigma da transparência de todos os elementos das ofertas (em especial a quantidade e o preço) pode não gerar a melhor execução de ordens em todos os casos. A eventual modulação da publicidade de informações sobre ofertas, como por exemplo a omissão do preço pretendido por quem solicita cotação (na modalidade do *request for quote*), ou a inexistência de publicidade das ofertas que permita intervenção de terceiros nos casos de negócios com lógica bilateral sem interação multilateral (tal como ocorre nas operações

estruturadas, de grandes lotes ou na negociação de ativos ilíquidos) pode gerar a melhor execução para os investidores, conforme será exemplificado na resposta ao item B.2.2.b).

Nos mercados mais desenvolvidos – como EUA e União Europeia –, determinadas regras foram criadas para permitir a customização da publicidade de informações sobre ofertas conforme os diferentes perfis de negociação, o que gerou o jargão “*dark trading*” (“negociação opaca”) para significar aqueles ambientes em que algumas informações não são reveladas para garantir a melhor execução das ordens. Isso não significa, porém, que não há regras para justa formação de preço. Pelo contrário, todos esses diferentes modelos de negociação conferem transparência sobre as regras de formação de preços, que são cumpridas por prática auditável. Dessa forma, “*dark pool*”, “*dark-trading*” ou “mercado opaco” não significa ambiente sem regra de formação de preço e de melhor execução de ordens.

Portanto, sugerimos que a regulação brasileira não eleja apenas uma das alternativas de regras de transparência, pois isso pode não conferir a melhor execução para todos os tipos de ordens e perfil de negociação. A não fixação de modelo único de transparência, tal como ocorre nos mercados mais desenvolvidos, permitirá que cada internalizador possa submeter à aprovação da CVM o modelo mais adequado ao perfil das ordens, dos investidores e dos ativos a serem internalizados, de forma justificada e com regras claras e auditáveis.

O conceito amplo de internalização de ordens já é admitido há tempos nos principais mercados do mundo, e, espera-se que sua permissão no mercado brasileiro reduza custos de transação, além de corrigir distorções que prejudicam investidores e protegem a concentração monopolista no setor de infraestruturas de mercado.

No Brasil já há espécies de internalização de ordens que funcionam há décadas, de forma bem sucedida, e que agregam liquidez, reduzindo *spread* de compra e venda e sem gerar externalidades negativas³, tais como as negociações realizadas por meio de ofertas diretas, a busca de contrapartes no empréstimo de ações, e, mais recentemente, o RLP e a recém permitida negociação de grandes lotes no mercado de balcão organizado.⁴

³ Conforme demonstra o estudo da Oliver Wyman (Anexo I, pp. 55-61).

⁴ Conforme artigos 90, § único e 95 da RCV 135, a CVM permitiu que operações de grandes lotes sejam executadas em mercado de balcão organizado concomitantemente às operações de mercado de bolsa. No mercado de balcão organizado, a internalização de ordens de grandes lotes pode ocorrer de duas formas: (i) o intermediário pode promover em seu ambiente o encontro entre ordens de compra e venda e emitidas por seus clientes e levar o negócio a registro em mercado de balcão organizado dele independente, sem as restrições da oferta direta existentes no mercado de bolsa, conforme permitido pelo artigo 142, IV da RCV 135, ou (ii) o intermediário pode promover o negócio em seu próprio mercado de balcão organizado, posto que o limite de participação no capital de entidade administradora de mercado organizado por participante do mercado, previsto no artigo 45 da RCV 135.

Portanto, para o Brasil se igualar a outros mercados relevantes em relação à regulação da internalização de ordens resta permitir que as operações de RLP e oferta direta sejam realizadas no ambiente dos intermediários sem a necessidade de curso em mercado de bolsa, o que reduzirá custo de transação para o investidor e eliminará uma etapa de intermediação que se tornou obsoleta em razão da evolução tecnológica. Além disso, resta deixar claro em norma que os intermediários poderão administrar seus próprios ambientes de negociação e prover liquidez para seus investidores, observados os requisitos e salvaguardas regulatórias que serão comentados a seguir.

Conforme será detalhado na presente manifestação e respectivos anexos, o mercado de valores mobiliários brasileiro está preparado para a permissão e regulação da internalização de ordens no conceito mais amplo acima referido, sendo necessários apenas pequenos ajustes em normas infralegais.

Por outro lado, é imperativo que a adoção do conceito amplo de internalização de ordens⁵ seja acompanhada de salvaguardas que assegurem a manutenção da integridade e hígidez do mercado, razão pela qual a ANCORD propõe que tais modalidades de internalização de ordens sejam enquadradas como espécie de mercado de balcão organizado com MRP, nos termos da RCV 135, com pequenos ajustes a seguir comentados.

Assim, os investidores terão mais alternativas para executar suas operações em ambientes íntegros, a menores custos, de forma rápida e eficaz, mantendo-se os importantes avanços regulatórios e práticos da organização dos mercados.

Os percentuais de volume de internalização de ordens nos mercados objeto de estudo da Oliver Wyman são, em alguns casos, superiores a 35% do volume total negociado com cada ativo nos mercados sem que isso comprometa a formação de preço e a liquidez de tais mercados.⁶ A ANCORD propõe que, inicialmente, a internalização de ordens seja permitida sem limite de volume, posto que dificilmente haverá volume internalizado tão expressivo, o que permitirá o

135, não se aplica ao balcão organizado, conforme artigo 152, inciso I da RCV 135, norma esta mantida pela Resolução CVM nº 220 de 11 de novembro de 2024 (“RCVM 220”), razão pela qual não é proibido que uma entidade administradora de mercado de balcão organizado seja subsidiária integral de um intermediário. Referido modelo de internalização é similar aos modelos de internalização do ATS nos EUA e do MTF e OTF na Europa, que podem ser administrados pelos próprios intermediários broker-dealers. Detalhes sobre o funcionamento de tais internalizadores serão apresentados no item B.2.

⁵ Para facilitar a leitura, de agora em diante utilizaremos a expressão “internalização de ordens” para significar o conceito amplo apresentado nos parágrafos anteriores.

⁶ Anexo I, p. 24.

acompanhamento pela CVM e autorreguladores do impacto da internalização nos mercados e o eventual estabelecimento de limites caso necessário, a partir da experiência adquirida.

De qualquer forma, é possível afirmar, com segurança, que o volume internalizado poderia equivaler a, no mínimo, os limites do RLP somados com o volume das ofertas diretas para cada valor mobiliário, pois atualmente tais volumes já não participam do processo de formação de preços em leilão contínuo do mercado de bolsa, o que permite concluir, com confortável segurança, que a internalização em tais níveis não comprometeria o processo de formação de preços nos mercados de bolsa.

Sobre o aparente conflito entre as atividades de intermediação, administração de ambientes de negociação e provisão de liquidez, vale lembrar que os intermediários⁷ são os principais catalizadores da atração e fidelização de investidores para o mercado de valores mobiliários e sempre foram relevantes para o desenvolvimento de todas as suas modalidades, seja o mercado de bolsa, balcão organizado e balcão não organizado.

No mercado de balcão não organizado, é o próprio intermediário que administra os ambientes para encontro de oferta e demanda, tais como as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários,⁸ o mercado secundário de valores mobiliários que não são admitidos à negociação em mercado organizado e o empréstimo de ações.

Isso demonstra que o aparente conflito entre as funções de intermediação e administração de ambiente de negociação não é óbice ao desenvolvimento de mercados relevantes de forma íntegra e eficiente, o que é corroborado pela análise da evolução histórica dos mercados de bolsa e de balcão organizado, bem como pela experiência adquirida com o funcionamento de modelos de negociação similares à internalização de ordens, tais como o RLP e as negociações por meio de ofertas diretas.

As sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários fundaram e desenvolveram os mercados organizados de bolsa e balcão que, anteriormente à desmutualização, eram totalmente vinculados aos intermediários, reunidos em associação.

⁷ Conforme terminologia adotada pela Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021, que estipula normas de conduta das sociedades corretoras e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. As quais, por sua vez, devem obedecer aos requisitos de constituição, organização e funcionamento dispostos na Resolução nº 5.008 de 24 de março de 2022, do Conselho Monetário Nacional.

⁸ Reguladas pela Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.

A desmutualização dos mercados organizados foi essencial para o aumento de eficiência ao agregar elementos característicos das empresas para desempenho da atividade de administração de mercado outrora desempenhada por associações sem finalidade lucrativa. Na época, havia dúvidas relacionadas ao aparente conflito entre a finalidade de lucro e o desempenho da importante função de autorregulação⁹ tida como de interesse público.

A solução foi o fortalecimento da estrutura de autorregulação, que inspirou os modelos hoje descritos nos artigos 47 a 76 da RCVN 135. A ANCORD propõe que as atuais normas sobre a estrutura de autorregulação sejam aplicáveis à internalização de ordens, em auxílio à CVM nos exatos termos dos referidos artigos e do artigo 17, parágrafo 1º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,¹⁰ sem a necessidade de qualquer alteração normativa.

Os processos de desmutualização foram iniciados no final da década de 90 no contexto do debate internacional sobre competição entre ambientes de negociação, considerando a evolução tecnológica que já facilitava a fragmentação de mercado sem perda de integridade. Em tal contexto, o principal mercado do mundo, EUA, permitiu e regulou, em 1998, a internalização de ordens como uma forma de estimular a competição entre ambientes de negociação.¹¹ Outros mercados relevantes, tais quais o europeu, canadense e australiano, seguiram o mesmo caminho.

No Brasil, a CVM concluiu no âmbito da Consulta Pública SDM nº 06/2007 que o mercado de balcão organizado seria o caminho para fomentar a competição entre infraestruturas de mercado.¹² Opção acertada, pois o modelo de balcão organizado brasileiro é muito similar aos

⁹ Vide Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007: “(...) Certamente um dos pontos em que a CVM pretende obter uma contribuição mais intensa, durante a discussão pública do projeto, diz respeito às atividades de autorregulação do mercado pelas bolsas e demais mercados regulados. *A CVM deposita grande esperança em que o processo de desmutualização possa contribuir decisivamente para o incremento das atividades de autorregulação. Muito se debate sobre o suposto agravamento do conflito de interesses entre as atividades de uma bolsa que vise ao lucro e as atividades de autorregulação dessa mesma bolsa. A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da autorregulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de autorregulação (inclusive, no extremo, de cassação da autorização para funcionar), constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e os sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções autorreguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador.* Essa convicção está exposta na minuta, (...)” (grifos nossos).

¹⁰ Art. 17, p. 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 valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas” (grifos nossos). Caso a internalização de ordens seja considerada como espécie de mercado de balcão não organizado, a sua autorregulação perderá a legitimidade prevista em Lei e ficará apenas com a legitimidade contratual, que é menos robusta.

¹¹ Por meio da “Regulation ATS” e posteriormente em 2005 permitindo que o intermediário negociasse na contraparte dos investidores, provendo liquidez.

¹² Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007: “(...) Outro ponto importante, que também inspirou a minuta ora discutida, é o aumento da competição entre os ambientes em que ocorrem as negociações com valores mobiliários que tem se verificado no exterior, e a necessidade de preparar a regulamentação para esse cenário no mercado

modelos alternativos de negociação permitidos ao redor do mundo,¹³ que constituem espécies de internalização de ordens.

Apesar disso, ao contrário do que ocorria nos mercados mais relevantes do mundo, a autarquia¹⁴ proibiu a negociação simultânea de valores mobiliários em balcão organizado e em bolsa,¹⁵ e proibiu a atuação do intermediário como provedor de liquidez. Ou seja, os valores mobiliários negociados em mercado de bolsa e, portanto, em tese, mais líquidos, não poderiam ser negociados no mercado de balcão organizado. Além disso, os intermediários não poderiam administrar sistemas de negociação para prover liquidez a seus clientes.

Tais proibições tinham como fundamento, resumidamente, (i) a ausência de disciplina do dever de melhor execução; (ii) a inexistência de mecanismo centralizador e consolidador de informações provenientes de diversos ambientes de negociação (dos internalizadores e dos mercados organizados); e (iii) dúvidas sobre impactos na liquidez e volatilidade que deveriam ser dirimidas a partir da observação do desenvolvimento de mercados estrangeiros que optaram por permitir a internalização. A autarquia pontuou, porém, que a proibição não implicava que a internalização seria opção regulatória negativa, tampouco que não pudesse ser adotada no futuro.¹⁶

A ANCORD retomou a discussão sobre a internalização no Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019. Na manifestação, foi demonstrado que os fundamentos que justificavam a proibição da internalização no país não mais subsistiam.¹⁷ A CVM optou por não aprofundar a discussão, pois o tema não teria sido objeto da audiência pública. Além disso, a experiência com o RLP serviria de subsídio para a discussão sobre internalização de ordens por meio de AIR, que é justamente o caso em voga.¹⁸

brasileiro (...) 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.*" (grifos nossos).

¹³ Edital de Audiência Pública CVM 6/2007: "(...) No esquema da minuta ora em discussão, esses mercados [de balcão organizado com ou sem formação de preço] 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." (grifos nossos).

¹⁴ Apoiada pela maioria das manifestações apresentadas pelos agentes de mercado na referida audiência pública.

¹⁵ Conforme proibição que existia no art. 57, § 3º da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, mantida no art. 90, parágrafo único da RCMV 135, com a exceção para operações com grandes lotes, conforme artigo 95 da RCMV 135.

¹⁶ Relatório de Análise SDM — Processo nº RJ2003/11142, 2007, pp. 13 e 14.

¹⁷ Relatório de Análise SDM nº 09/2019 — Processo CVM SEI nº 19957.002618/2016-17, 2022, pp. 75-78.

¹⁸ Relatório de Análise SDM nº 09/2019 — Processo CVM SEI nº 19957.002618/2016-17, cit., p. 79.

As consequências das proibições acima referidas são relevantes: (i) não mais do que quatro administradoras de mercado organizado operam no Brasil, e apenas uma delas administra ambiente de bolsa;¹⁹ (ii) as administradoras que apenas operam mercado de balcão têm dificuldades de atrair volume e investidores, em razão de não poderem admitir à negociação os ativos mais líquidos negociados em mercados de bolsa; (iii) a esperada competição no setor de infraestruturas de mercado não aconteceu até o presente momento e tais fatores contribuem para que (iv) os custos de negociação e pós-negociação no mercado de bolsa brasileiro estejam entre os mais altos do mundo.²⁰

Ocorre que tais proibições não mais se justificam, pois:

- (a) já há regulação da melhor execução, conforme artigo 20 da Resolução CVM nº 35 de 26 de maio de 2021, a qual não precisará ser alterada para permissão da internalização de ordens;
- (b) a atuação da CVM em coordenação com as estruturas de autorregulação ao longo dos anos incentivou o fortalecimento dos controles internos dos intermediários, em especial para o fluxo de operações internalizadas e gerar informações organizadas aos órgãos reguladores e autorreguladores, a exemplo do que ocorre com o RLP e as negociações por oferta direta;
- (c) há tecnologia disponível que permite a interconexão entre diversos ambientes em baixíssima latência²¹, permitindo aos intermediários cumprir seus deveres de melhor execução de ordens em mercados fragmentados, sem a necessidade de centralização das ofertas em um único ambiente;
- (d) o custo de conexão dos agentes a diferentes mercados diminuiu sensivelmente, e a latência das conexões tecnológicas entre diferentes ambientes de negociação e intermediários também diminuiram de forma exponencial, conforme consta no estudo da Oliver Wyman;²² portanto, a conjuntura tecnológica atual²³ é muito mais evoluída do

¹⁹ AIR Parcial, cit., p. 81.

²⁰ <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/21/b3-e-uma-das-bolsas-mais-caras-do-mundo-diz-relatorio-do-jp-morgan.ghml>

²¹ A título de exemplo, a bolsa de valores New York Stock Exchange reduziu a latência de negociação de 350ms em 2007 para 5ms em 2009. Na Austrália, alterações nos sistemas computacionais permitiram que a velocidade de distribuição de informações fosse reduzida de 70ms em 2006 para 0.3ms em 2010. Veja-se Hamish Murray, Thu Phuong Pham, Harminder Singh, *Latency reduction and market quality: The case of the Australian Stock Exchange*, International Review of Financial Analysis, Volume 46, 2016, p. 257. Veja-se também estudo da Oliver Wyman a respeito da “latência do NBBO versus execução de ordens a mercado e latência das principais bolsas do mundo” por *broker-dealers*, no Anexo I, p. 51.

²² Anexo I, p. 51.

²³ Conforme consta no estudo da Oliver Wyman (Anexo I, p. 7).

que a existente nos momentos históricos anteriores em que a internalização de ordens foi debatida no Brasil;

- (e) os mercados que permitiram a internalização de ordens não necessitaram de mecanismo centralizador e consolidador de informações; a eventual consolidação e centralização das informações pode advir de solução de mercado, caso seja mais eficiente do que o controle a ser realizado pelos intermediários, individualmente;
- (f) conforme consta no referido estudo da Oliver Wyman, nos países que permitiram a internalização de ordens, houve aumento de liquidez global e diminuição de *spread* entre ofertas de compra e de venda²⁴ com consequente diminuição de custo para o investidor, considerando que o custo de *spread* é responsável por mais de 90% da composição do custo de transação;²⁵
- (g) as negociações pelo RLP e por ofertas diretas, que são modelos similares à internalização de ordens conforme reconhecido pela CVM²⁶, geram aumento de liquidez global, redução de *spread* entre ofertas de compra e venda no livro central do mercado de bolsa e, portanto, redução de custo, conforme consta no estudo da Oliver Wyman²⁷ e no estudo do professor Alan Genaro;²⁸ e
- (h) os custos para os investidores estão concentrados nos preços dos serviços prestados pelas entidades administradoras de mercado e infraestruturas de pós-negociação que atualmente sofrem pouca, ou quase nenhuma, competição.

Portanto, não há mais razão para manter a proibição da internalização de ordens. Referida intervenção do Estado na atividade econômica deveria ser subsidiária e excepcional, conforme artigo 2º, inciso III da Lei da Liberdade Econômica, apenas se justificando caso fosse a única forma de atender aos objetivos da regulação, o que não é mais o caso.

Ao contrário, a permissão da internalização de ordens auxiliará na materialização dos objetivos da regulação previstos no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, em especial: (a) o estímulo à “formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários”, por meio das atividades

²⁴ Anexo I, pp. 15, 16, 17, 19, 23, 28, 31, 34, 37.

²⁵ Anexo I, p. 52.

²⁶ Páginas 11 e 70 do AIR Parcial: p. 11: “(...) Apesar da internalização de ordens não ser uma prática permitida no Brasil, houve o que pode ser considerado o aproveitamento de uma lacuna regulatória, **uma vez que a regulamentação permitia a execução de ofertas diretas intencionais, ou seja, operações conduzidas fora do mercado de bolsa**, mas com seu registro realizado em um sistema de negociação autorizado e p. 70 “(...) Nesse sentido, **o RLP é uma modalidade de negociação internalizada sem transparência pré-negociação (...)**” (grifos nossos).

²⁷ Anexo I, pp. 55-61.

²⁸ Disponível em: https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368

educacionais promovidas pelos intermediários na qualidade de principais incumbentes da atração, prospecção e fidelização de investidores e (b) a asseguarção do “funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão”, em razão do estímulo à competição no setor de infraestrutura de mercado,²⁹ atualmente concentrado e responsável pelo maior custo de transação aos investidores.

A internalização de ordens também poderá facilitar a adoção de processos ágeis e íntegros de liquidação e custódia, a exemplo do modelo internacional do *self-clearing*, o que permitirá redução do ciclo de liquidação e mais redução de custo para o investidor, conforme detalharemos na resposta ao item B.1.1.c).

2. RESPOSTAS OBJETIVAS ÀS QUESTÕES DO EDITAL

B.1. Problema Regulatório (inciso II do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

1. 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.

Resposta: Entendemos que a pergunta se refere ao problema regulatório referido na seção II.1.2 do Relatório Parcial.

A propósito, foram identificados os seguintes pontos controversos: (i) infração ao Direito da Concorrência; (ii) infração ao Direito do Consumidor; (iii) *Investidores que terão ordens internalizadas*; e (iv) *spread* entre ofertas de investidores profissionais (item II.1.2.2 do Relatório, denominado “seleção adversa”).

(i) *Infração ao Direito da Concorrência*

²⁹ Secretaria vinculada ao Ministério da Economia, a Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (SEAE/ME), recomendou a implementação da internalização de ordens em seu Parecer SEI nº 13804/2020/ME, de 25 de agosto de 2020, visto que a proibição à internalização restringiria a competição e limitaria as opções para os investidores.

O AIR Parcial não trata do relevante problema de Direito da Concorrência decorrente do arcabouço normativo vigente. A regulação já disciplinou três modelos semelhantes à internalização de ordens: oferta direta, empréstimo de ações e o *Retail Liquidity Provider* (“RLP”).

Esses modelos requerem o curso das transações no mercado de bolsa, o que acarreta ônus financeiro e operacional, sem que haja utilidade ao investidor. A exigência de tal registro era justificada no passado em razão da dificuldade de se controlar o melhor preço de execução em mercados fragmentados.

Porém, a tecnologia evoluiu e o curso no mercado de bolsa para fins de controle de melhor execução se tornou prescindível e obsoleto. Tal registro também em nada contribui com a liquidez nem com a formação de preço, uma vez que os negócios fruto da oferta direta e do RLP não participam da formação de preços em leilão contínuo no mercado de bolsa.

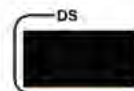
No caso do empréstimo de ações, também é evidente a desnecessidade do registro da operação em outro mercado organizado, uma vez que o encontro entre as ofertas do doador e tomador é realizado no ambiente dos próprios intermediários e o registro atualmente realizado na B3 poderia ser customizado conforme será tratado no item B.2.2.b).

A imposição de registro, da qual decorre ônus financeiro sem utilidade, configura infração às normas do Direito da Concorrência, nos termos do artigo 36, § 3º, incisos IV e XVIII, da Lei de Abuso do Poder Econômico, reproduzidos a seguir:³⁰

- *criar dificuldades à constituição, ao funcionamento ou ao desenvolvimento de empresa concorrente*, em vista do fato de que operações autônomas ficam obrigadas a registro em ambiente de bolsa; e
- *subordinar a venda de um bem à utilização de um serviço*, na medida em que valores mobiliários só podem ser transacionados mediante registro e pagamento de taxas à administradora do ambiente de bolsa.

A permissão à internalização de ordens por intermediários possibilitaria a eliminação do risco de materialização de tais infrações, além de reduzir custos para consumidores e complexidade operacional.

(ii) *Infração ao Direito do Consumidor*



³⁰ Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011.

O arcabouço regulatório atual infringe as regras de Direito do Consumidor, constante no Código de Defesa do Consumidor.³¹ Este tema não foi abordado na seção II do AIR Parcial, porém a obrigação de curso no ambiente de bolsa de ofertas diretas, a oferta de provimento de liquidez e mesmo empréstimo de ações implica alto custo ao consumidor, sem que haja contrapartida ou benefício. Desse modo, a entidade administradora do ambiente de bolsa exige vantagem manifestamente excessiva, ainda que nenhum serviço esteja de fato sendo prestado, pois o curso de tais transações no ambiente de bolsa não acrescenta benefício aos consumidores.

Portanto, uma vez permitida a internalização, as distorções consumeristas também serão corrigidas pelo regulador do mercado de valores mobiliários.

(iii) *Investidores que terão ordens internalizadas*

O AIR Parcial ressalta que os investidores que terão ordens internalizadas serão os investidores de varejo. Entendemos relevante lembrar que os investidores profissionais também poderão ter ordens internalizadas, o que já ocorre parcialmente por meio das ofertas diretas no mercado de bolsa, em especial nos casos de grandes lotes e operações estruturadas,³² que conforme normativos da B3³³ não interagem competitivamente com outras ofertas e não participam da formação de preço. Apesar de ser modelo de internalização de ordens, tal dinâmica pressupõe o curso no mercado de bolsa, que conforme acima referido se tornou desnecessário e obsoleto.

Mediante a permissão da internalização de ordens, haverá incentivo para que as ofertas diretas sejam completamente internalizadas, tornando-se prescindível o curso da operação na bolsa. Desse modo, haverá redução no custo da transação para os investidores profissionais, o que indiretamente também beneficiará os investidores de varejo que participam do mercado através de tais investidores, como cotistas de fundos de investimento, contribuintes de entidades de previdência complementar, dentre outros.³⁴

(iv) *Spread entre ofertas de investidores profissionais*

Na seção III.2.2 do AIR Parcial, parte-se da premissa incorreta de que o *spread* entre ofertas de investidores profissionais seria maior do que o *spread* entre ofertas de investidores de varejo e entre varejo e profissionais.

³¹ Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990.

³² Nesse sentido, vide Ofício Circular 050/2018- VOP da B3 de 19 de dezembro de 2018.

³³ Seção 2.1.1 da Norma de Supervisão CE-BSM-1/2023, de 13 de janeiro de 2023.

³⁴ Conforme artigo 11 da Resolução CVM nº 30 de 11 de maio de 2021.

Entendemos que a premissa está equivocada, pois: (a) é comum que os investidores profissionais sejam contrapartes nas ofertas diretas registradas no mercado de bolsa; (b) as ofertas diretas devem ser sempre executadas no *midpoint spread* do livro do mercado de bolsa; (c) o *spread* do livro do mercado de bolsa pode ser formado entre investidores profissionais ou de varejo; portanto (d) os *spreads* entre ofertas de investidores profissionais devem ser necessariamente menores do que os *spreads* de ofertas entre outros investidores, caso contrário os investidores profissionais não estariam dispostos a concluir a negociação no referido *midpoint spread* através das ofertas diretas.

Este tema é aprofundado e detalhado na seção B.6 abaixo.

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?

Resposta: Existem, porém não há visibilidade de tais dados para os intermediários que apenas têm visibilidade das ordens de seus clientes. Estudos qualitativo e quantitativo para mensuração de tais fluxos de ordens que transitam por diversos intermediários demandariam acesso a base de dados não disponíveis à ANCORD, nem a suas associadas.

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?

Resposta: Sim. Utilizando como base os reportes em cumprimento a *Rule 605 (Securities and Exchange Commission - "SEC", antiga Rule 11Ac1-5)*, é possível identificar que ordens executadas via *broker-dealers* possuem maior incidência e magnitude de melhoria de preço, para (i) S&P top 100 (data base: ago/24) referente a papeis mais líquidos; e (ii) US top 100 *Small caps* (data base: ago/24) referente a papéis menos líquidos (volume negociado na data base inferior ao volume negociado na Ibovespa), conforme consta no estudo da Oliver Wyman.³⁵



³⁵ Anexo I, pp. 45-46.

Além disso, em geral, internalizadores (*broker-dealers*) são capazes de oferecer uma maior velocidade na execução das transações, a um spread efetivo menor, conforme consta no estudo da Oliver Wyman.³⁶ Apesar de a velocidade de execução não ser um item de grande percepção ao investidor de varejo, em especial quando abaixo do que é chamado de “*eyeball time*” (~200 ms), ainda é observada uma maior preponderância de ordens internalizadas sendo executadas imediatamente (85%), em relação às executadas em ambientes de bolsas (23%). Entende-se de “execução imediata” a ordem que foi executada em um tempo igual ou inferior a 1 milissegundo.

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?

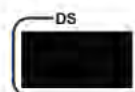
Resposta: Sim. Identificamos cinco benefícios relevantes proporcionados aos investidores de varejo: (i) incremento no poder de escolha do investidor; (ii) melhoria da qualidade de atendimento decorrente de competição no setor de infraestrutura de negociação; (iii) redução do custo de negociação; (iv) redução do ciclo de liquidação e custódia através do regime de *self-clearing*; e (v) manutenção do regime tributário.

Incremento no Poder de Escolha do Investidor

A internalização de ordens expande o leque de opções do investidor, além de reduzir os custos de transação e ampliar a concorrência entre os mercados organizados.

Investidores teriam a opção de executar suas ordens em ambientes distintos, o que lhes permitirá comparar as características das plataformas de negociação, como custo, certeza de execução, preço dos ativos, velocidade, experiência do usuário, políticas de fidelização, apego à marca, dentre outras, nos termos do artigo 20 da Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021, (“RCVM 35”).

Conforme § 1º do artigo acima referido, caso se trate de investidor não qualificado, a melhor execução é aferida pelo critério de custo total (preço + custo). Porém, o investidor possui o direito de indicar o ambiente de execução de sua ordem, ainda que implique custo total superior ao de outro ambiente.³⁷



³⁶ Anexo I, p. 43.

³⁷ Artigo 20, § 2º, da RCVM 35.



Melhoria da qualidade de atendimento decorrente de competição no setor de infraestrutura de negociação

A permissão da internalização de ordens estimulará a competição no setor de infraestrutura de negociação, o qual atualmente é caracterizado por monopólio e, portanto, incentivará a melhoria da qualidade de atendimento aos investidores, além de estimular a redução de custo.

Redução do custo de negociação

Conforme robusto estudo da Oliver Wyman, é possível prever uma redução significativa do custo de negociação, em especial em razão da esperada redução do *spread* entre ofertas de compra e venda que ocorrem nos mercados que permitiram a internalização de ordens.³⁸

Redução do ciclo de liquidação e custódia através do regime de *self-clearing*

Conforme será demonstrado na questão B.2.2.a), haverá economia relevante de custos e de tempo de liquidação caso a CVM permita que o internalizador realize liquidação dos negócios executados a partir das ordens de compra e venda internalizadas (*"delivery versus payment"*) por meio de:

(a) transferência de recursos financeiros entre as contas de registro previstas no artigo 12 da Resolução CMN 5.008, de 24 de março de 2022, (*"Resolução CMN 5.008"*) e artigo 33, III da RCVN 35, sendo que o artigo 37, VIII, da RCVN 35 já ressalva que a CVM pode editar norma criando exceção à vedação de transferência de recursos financeiros entre contas-correntes (de registro) de clientes de titularidade diferente; e

(b) comando, na qualidade de custodiante dos investidores (comprador e vendedor), perante a depositária central da transferência dos valores mobiliários da conta de custódia individualizada em nome do vendedor para a conta de custódia individualizada em nome do comprador, conforme previsto no artigo 13, e seu § 1º, inciso I, da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021 (*"RCVM 32"*), ou realização da transferência dos valores mobiliários entre as contas de custódia administradas pelo internalizador na qualidade de custodiante que mantenha conta *omnibus* perante depositária central, tal como ocorre no modelo *self-clearing*.



Manutenção do Regime Tributário

³⁸ Anexo I, pp. 65-66.

O legislador brasileiro optou por instituir regime diferenciado de tributação de imposto de renda, aplicável a investidores domiciliados ou residentes no exterior.³⁹ Isso porque esse tipo de investidor é participante relevante do mercado de capitais local.

Desse modo, ganhos líquidos auferidos pelos investidores não residentes “nas operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e *assemelhadas*” (grifos nossos) são isentos de Imposto de Renda (“IR”).⁴⁰ Essa política tributária garante a entrada de capital estrangeiro no país, e deveria ser mantida em caso de internalização das ordens dos investidores estrangeiros.

As normas tributárias infralegais consideram como assemelhada à bolsa de valores, de mercadorias e de futuros “as entidades cujo *objeto social seja análogo ao das referidas bolsas e que funcionem sob supervisão e fiscalização da CVM*” (grifos nossos).⁴¹

Em nossa opinião, os internalizadores cumprem ambos os requisitos, na medida em que (i) são integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, objeto de fiscalização e supervisão pela CVM, conforme os artigos 15 e 16 da Lei nº 6.385/1976; e (ii) seu objeto social consiste em prover ambiente de negociação, atividade permitida nos termos do artigo 2º, inciso IV, da Resolução CMN nº 5.008.⁴²

A natureza jurídica deste ambiente de negociação é de *mercado organizado de valores mobiliários, especificamente o mercado de balcão organizado*, que está previsto nos artigos 2º, inciso VII, e 142, inciso III, da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (“RCVM 135”), conforme será detalhado na seção seguinte.

B.2. Fundamentação Legal (inciso IV do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

2. Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise da fundamentação legal realizada na seção III do Relatório Parcial? Os respondentes podem também aproveitar

³⁹ Art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995; art. 7º da Lei nº 9.959, de 27 de janeiro de 2000; art. 16, § 2º, da Medida Provisória nº 2.189-49, de 23 de agosto de 2001; arts. 88 e 90 da Instrução Normativa (“IN”) RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015, da Receita Federal do Brasil (“RFB”).

⁴⁰ Art. 81, §§ 1º e 2º, “b”, da Lei nº 8.981/95; art. 876, §§ 1º e 2º, II, “a”, do Regulamento do Imposto de Renda, aprovado pelo Decreto nº 9.580, de 22 de novembro de 2018 (“RIR/18”); e art. 90, § 1º, inciso I, da IN RFB nº 1.585/15.

⁴¹ Art. 839, §2º, do RIR/18 e art. 56, §2º, da IN RFB nº 1.585/15.

⁴² Art. 2º “As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários têm por objeto social: [...] IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência.”

a oportunidade para citar bibliografia relevante a ser consultada ou fornecer dados (quantitativos ou qualitativos) acerca do tópico.

Resposta: A fundamentação jurídica da internalização de ordens, conforme exposto acima, é robusta. Baseia-se no artigo 2º, inciso VII da RCVM 135, que define mercado organizado de valores mobiliários 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*”.

Os participantes de tal mercado seriam o próprio internalizador, representando inclusive seus clientes de varejo (qualificados e não qualificados), e os investidores profissionais e de varejo em nome próprio, o que se enquadra perfeitamente no conceito acima referido e no conceito de “participantes” previsto no artigo 2º, IX da RCVM 135.

Já o ambiente do internalizador também se enquadra na definição de uma espécie de mercado organizado, o mercado de balcão organizado, nos termos do artigo 142 da RCVM 135.⁴³

Conforme demonstrado abaixo, os diferentes modelos de internalização de ordens são perfeitamente compatíveis com as atuais regras do mercado de balcão organizado, bastando pequenos ajustes normativos para tornar tais modelos mais eficientes, menos complexos e mais fáceis de serem analisados, aprovados e fiscalizados pela CVM.

Além disso, o enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado está em linha com as relevantes iniciativas da CVM de avaliar “arranjos alternativos menos onerosos no tocante ao papel de infraestruturas de mercado” e proporcionar a “redução de custo de observância regulatória”⁴⁴, bem como com a recente confirmação e manutenção da

⁴³ Artigo 142 da RCVM 135:

“O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas:

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

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

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

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

⁴⁴ Conforme consta no Edital de Consulta Pública SDM 1/2024: “A CVM também avalia a possibilidade de propor um segundo ambiente regulatório de caráter experimental, com foco em possíveis dispensas aplicáveis a ambientes de mercado organizado com menor volume de negociação e em arranjos alternativos menos onerosos no tocante ao papel de infraestruturas de mercado necessárias nesses casos. Entretanto, ainda que as duas iniciativas tenham origem em um objetivo comum de ampliação dos meios de acesso ao mercado de capitais, elas não devem ser confundidas. Sugestões voltadas a facilitar o surgimento de novos ambientes e formas

regra de que o intermediário pode controlar a administração de um mercado de balcão organizado, nos termos da RCVN 220 e do Relatório da Consulta Pública SDM nº 6/23⁴⁵.

Dessa forma, seriam recepcionados na regulação do mercado brasileiro os diversos modelos de internalização existentes nos mercados mais relevantes do mundo, sem qualquer perda de organização e integridade de mercado e com o mínimo de alteração normativa (salvo aquelas que a CVM entender necessárias para a redução de custo de observância que não são apenas relacionadas ao tema da internalização de ordens), conforme demonstrado a seguir:

- (a) modelo de Alternative Trading System (“ATS”) dos EUA e Multilateral Trading Facility (“MTF”) e Organized Trading Facility (“OTF”) da Europa - similar às formas de funcionamento do mercado de balcão organizado atualmente previstas no artigo 142, incisos I e III da RCVN 135 (sistema de negociação centralizado com interação multilateral entre ofertas ou com interação bilateral entre ofertas), sendo que além do próprio internalizador haveria outros participantes, quais sejam os investidores,⁴⁶ que podem operar diretamente no mercado de balcão organizado conforme previsto no artigo 4º, III e parágrafo único da CVM 135;
- (b) modelo de OTF (determinadas hipóteses) e *Systematic Internaliser* (“SI”) da Europa e *liquidity provider* dos EUA e RLP no Brasil - formador de mercado seria o próprio internalizador (artigo 142, inciso II, da RCVN 135), sendo que a Resolução CVM nº 133, de 10 de junho de 2022, (“RCVN 133”) que regula a atividade de formador de mercado, não proíbe que a atividade seja exercida pelo próprio internalizador, desde que isso venha disciplinado em regramento próprio aprovado pela CVM conforme artigo 3º e capítulo IV da RCVN 133; para maior eficiência, sugere-se nesse caso que a norma sobre internalizador de ordens deixe claro que o intermediário poderá prover liquidez a seus clientes, a exemplo do que ocorre nos mercados mais relevantes do mundo, sem a necessidade de se credenciar como formador de mercado;

de negociação em mercado secundário dos valores mobiliários de companhias de menor porte não estão no escopo da presente Consulta Pública.

Com a presente iniciativa, a CVM dá continuidade às medidas de redução do custo de observância regulatória que vêm sendo implantadas nos últimos anos.” (Grifamos).

⁴⁵ Conforme p. 35 do Relatório da Consulta Pública SDM 6/23: “Cabe frisar que tal restrição [a participante controlar entidade administradora de mercado] só se aplica a mercados de bolsa. Entidades administradoras de mercados de balcão organizado nunca estiveram sujeitas a tais limitações, dada a redação do art. 152 da Resolução CVM 135, e tampouco passam a estar com as mudanças ora introduzidas”.

⁴⁶ Elaboração de regras de acesso e contrato de acesso pelo internalizador com tais participantes (investidores profissionais) e aditamento ao contrato de intermediação com os investidores de varejo completariam o conjunto de documentos necessários para adequar a tais conceitos.

- (c) ofertas diretas (atual modelo brasileiro) - modelo de registro de operações executadas previamente, o que pode ocorrer no próprio ambiente do internalizador, casando ordens de compra e venda tal como ocorre hoje com as ofertas diretas do mercado de bolsa (artigo 142, inciso IV, da RCV 135).⁴⁷

Para os casos de interação de ofertas de forma multilateral, as operações internalizadas deverão ser compensadas e liquidadas por infraestrutura do mercado financeiro, que assume a posição de contraparte central, conforme previsto no parágrafo único do artigo 142 da RCV 135, sem necessidade de alteração, podendo a regulação permitir que a contraparte central seja o próprio internalizador de ordens para os investidores que assim concordarem mediante comunicação e adesão específica e expressa sobre os riscos envolvidos.

Caso a regulamentação preveja que a internalização de ordens seja enquadrada como espécie de mercado de balcão organizado, será mantido intacto todo o regime jurídico de autorregulação, relevante para a manutenção da integridade e higidez do mercado, nos termos do Capítulo V da RCV 135⁴⁸ e do artigo 17, § 1º da Lei nº 6.385/1976, em coordenação com e fiscalizado pela CVM.

Portanto, a interpretação do arcabouço regulatório vigente nos leva à conclusão de que a internalização de ordens pode ser perfeitamente enquadrada como espécie de mercado de balcão organizado, o que não a sujeitará ao artigo 94, inciso I, da RCV 135, que veda a negociação de valores mobiliários admitidos à negociação fora de mercado organizado.

De modo a melhor adequar a internalização de ordens à atual regulamentação da CVM, sugerem-se os seguintes ajustes à RCV 135:

⁴⁷ A permissão a que internalizadores registrem operações acarretará aumento de eficiência no mercado, pois o requisito de eficácia dos derivativos que sejam valores mobiliários consiste no registro *em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*, nos termos do artigo 2º, p. 4º, da Lei nº 6.385/1976. Considerando a natureza do mercado de balcão organizado, o registro do derivativo no internalizador será suficiente para cumprir esse requisito legal, nos termos do artigo 143 da RCV 135: “Art. 143. A autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas, na forma do inciso IV do caput do art. 142, ou para prestar outros serviços de registro de valores mobiliários equivale, observados os limites estabelecidos na autorização, à permissão para a prestação do serviço de registro de valores mobiliários de que tratam o § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e o art. 28 da Lei nº 12.810, de 2013.”

⁴⁸ Essa regra cogente de interposição como contraparte decorre do artigo 125 do Regulamento anexo à Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023: “Art. 125. As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação de operações com ativos financeiros e valores mobiliários realizadas nos mercados de bolsa e de balcão organizado devem assumir a função de parte contratante das operações liquidadas pelos sistemas de liquidação diferida pelo valor líquido por elas operados.”

- Artigo 28, inciso II, da RCVM 135⁴⁹, nos termos do qual “o mesmo participante ou entidade, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não pode manter vínculo com mais de um membro de conselho de administração”, deve excepcionar aplicação de regra à internalização de ordens.
- Supressão ou ajuste do artigo 90, parágrafo único, que veda a negociação simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado de ações e outros valores mobiliários representativos de ações, de modo a excepcionar a aplicação da regra à internalização de ordens.
- Artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea b), “1”⁵⁰ que veda a existência de administradores, empregados e prepostos comuns à entidade administradora de mercado de balcão organizado e ao participante, regra impossível de ser cumprida na medida em que o internalizador também é um participante, bastando o dispositivo ser ajustado para excepcionar a aplicação da regra à internalização de ordens.
- Artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea b), “2” que veda a eleição de administrador que tenha atuado como administrador, empregado, ou preposto relevante do participante há menos de 1 (um) ano do início de sua atuação junto à entidade administradora de mercados organizados; regra que não seria adequada, na medida em que o internalizador também é um participante, bastando o dispositivo ser ajustado para excepcionar a aplicação da regra à internalização de ordens e
- Artigo 152. Parágrafo primeiro, inciso II, alínea b), “3” que veda a contratação de prestadores de serviços relevantes que sejam sociedades controladoras, controladas, coligadas ou submetidas a controle comum direto ou indireto do participante; regra que não seria adequada, na medida em que o internalizador também é um participante, bastando o dispositivo ser ajustado para excepcionar a aplicação da regra à internalização de ordens

A não-aplicação das regras mencionadas acima pode ser compensada por meio da imposição da segregação de atividades do internalizador de ordens, em conjunto com a atribuição de responsabilidade administrativa a diretor responsável pela aderência às normas que tratam da internalização de ordens. Tal diretor não poderia cumular suas funções com outras consideradas conflitantes. Esse arranjo está de acordo com a estrutura de autorregulação das entidades administradoras de mercado, nos termos da seção Modalidade de Autorregulação da Manifestação Holística.



⁴⁹ Mantido pela RCVM 220.

⁵⁰ Conforme redação determinada pela RCVM 220.

Além disso, poderão ser aplicáveis à internalização de ordens as novas regras previstas na RCV 220 sobre políticas destinadas a coibir o tratamento diferenciado do participante “intermediário” em relação a outros participantes (prevista no artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea c), bem como sobre limitação ao direito de voto em determinadas deliberações que possam privilegiar o intermediário em detrimento dos demais participantes do mercado (previstas no artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea d) as quais poderão ser matérias reservadas a voto dos conselheiros independentes integrantes do conselho de administração previsto no artigo 153 da RCV 135.

Também poderão ser aplicáveis à internalização de ordens as novas regras previstas na RCV 220 sobre a instituição de um comitê de supervisão de conflitos, vinculado ao conselho de administração.

Desse modo, a internalização de ordens será implementada com alterações pontuais na regulamentação. Naturalmente que interpretações em sentido contrário podem ter se disseminado no mercado, anteriormente à publicação do AIR Parcial. Assim, com o objetivo de evitar qualquer controvérsia, recomenda-se a inclusão de parágrafo único no artigo 94 da RCV 135, nos termos a seguir: *“Operações realizadas por internalizadores de ordens ocorrem em mercado de balcão organizado e não se sujeitam à proibição do caput.”* (alterações sugeridas em destaque)

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 à modelos de internalização semelhantes àqueles analisados na seção VI do Relatório Parcial de AIR, 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?

Resposta:

Exigência de Contraparte Central

Conforme artigo 4º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001 (que rege a função de contraparte central das câmaras de compensação e liquidação), compete ao Banco Central do Brasil (“BCB”) estipular que o sistema de liquidação tenha a posição de parte contratante, sempre que

o volume e natureza de negócios sejam capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro.

No exercício de tal competência, o BCB determinou a necessidade de contraparte central garantidora para sistemas que liquidem transações com valores mobiliários realizados nos mercados de bolsa e em determinadas modalidades de negociação em balcão organizados, nos termos do artigo 125 do Regulamento Anexo à Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023.

Essa exigência é relativa, porque conforme o art. 125, § 1º, incisos II e III, não é obrigatória a contraparte central garantidora para: (i) operações realizadas nos mercados de balcão organizado por meio de sistema centralizado e bilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e venda de ativos financeiros e valores mobiliários entre contrapartes previamente habilitadas; e (ii) operações realizadas nos mercados de balcão organizado por meio do registro de operações previamente realizadas. A exceção no item (i) abrangeria justamente a internalização, dada sua natureza de mercado de balcão com negociações bilaterais.

Mesmo que existente câmara de liquidação como contraparte central, a Resolução BCB nº 304/2023 dispõe no artigo 131, § único, de seu Regulamento Anexo, que as “contrapartes centrais devem tornar públicos eventuais obstáculos jurídicos e operacionais à individualização de posições e garantias dos clientes de um mesmo participante, explicitando as categorias de clientes cujas posições ou garantias não são possíveis ou viáveis de individualizar.” Regra análoga foi incluída no artigo 132 desse Regulamento Anexo para permitir a portabilidade de posições de clientes de participantes de seus sistemas.

Dessa forma, pode-se concluir que o internalizador poderia agrupar todas as posições de seus clientes em nome próprio, sem individualizá-las por razões operacionais, desde que publique a justificativa de tal agrupamento. A justificativa seria gerar eficiência operacional e facilitar o ciclo de liquidação, uma vez que tal agrupamento permitiria que o internalizador operasse em favor e em nome de seus clientes, prestando serviço agregado de interação com prestadores de serviços de compensação e liquidação e depositários centrais,⁵¹ que são necessários para o devido exercício de suas funções.⁵² Importante ressaltar, porém, que este modelo de conta *omnibus* não é necessário para que a internalização de ordens seja realizada de forma eficiente,

⁵¹ Tal serviço é denominado *self-clearing* em outros países, como será discutido a seguir.

⁵² Ressalte-se regra constante do artigo 121, § único, inciso I, do Regulamento Anexo à Resolução BCB nº 304/2023, segundo a qual câmaras de liquidação que operem contas em depositários centrais devem segregar recursos próprios da câmara daqueles de cada participante que representem. Essa regra se refere a separação em relação ao participante apenas, e nada se relaciona com clientes que operem representados por participante que preste serviço de internalização de ordens.

inclusive com *self-clearing*. Mencionamos referido modelo apenas como uma das alternativas possíveis, conforme será detalhado no curso da presente manifestação.

Dessa forma, pode-se concluir que o regime jurídico que rege a função de central contraparte sequer é impositivo em relação a mercados internalizados. Caso seja adotado o regime de contraparte central, o regime vigente permite e estimula a implementação de modelos de mercado fragmentado, incentivadores da concorrência, tais como a internalização de ordens. Ressalte-se, nesse sentido, o artigo 106 do Regulamento Anexo à Resolução BCB nº 304/2023, segundo o qual as infraestruturas de mercado devem adotar critérios não-discriminatórios para acesso a seus sistemas. Restrições somente podem ser impostas caso imprescindíveis para assegurar segurança e eficiência à luz do princípio da proporcionalidade, conforme artigo 106, § 2º do Regulamento Anexo.

Vale destacar também neste sentido o artigo 107 do Regulamento Anexo, que assegura a participação direta no sistema de liquidação por parte de instituições financeiras e outras instituições autorizadas, caso haja compatibilidade entre as atividades que a instituição está autorizada a realizar e as operações liquidadas no sistema de liquidação em questão. Portanto, considerando que o internalizador é instituição autorizada a funcionar e suas atividades são compatíveis com o objeto da câmara, sua participação é assegurada.⁵³

Além disso, funcionalidades em etapa de teste no âmbito do Drex poderão servir de alternativa a uma Contraparte Central (*Central Counterparty* ou CCP), com potenciais vantagens em comparação com o modelo atual. Isso porque o Drex é baseado em um ambiente que se utiliza de tecnologia de registro distribuído (DLT) para movimentação de ativos, que eventualmente podem incluir títulos e valores mobiliários.

Em tese, a DLT tem atributos tecnológicos que permitem a conciliação de informações necessárias para finalizar um negócio de maneira quase instantânea. E com a adição dos contratos inteligentes à rede, torna-se possível a “liquidação atômica” de transações. Ou seja, é gerado um comando segundo o qual só haverá transferência do ativo “a” se a transferência do ativo “b” ocorrer. Essa automação mitiga o risco de contraparte e dispensa a necessidade operacional de uma câmara de compensação e liquidação que participe das atividades de pós-negociação como contraparte central.

Exigência de Identificação de Cliente Final

⁵³ Ressalte-se que a União Europeia igualmente permite aos SIs internalizar a atividade de liquidação, conforme o artigo 2º, p. 1º, alínea 11, e o artigo 9º, do Regulamento nº 909/2014.

A exigência de identificação do cliente final em contas de custódia também não constitui impeditivo para permissão dos diferentes modelos de internalização de ordens, inclusive o modelo similar ao *self-clearing* que, conforme acima referido, poderá diminuir sensivelmente o ciclo de liquidação, minorando custos e beneficiando os investidores.

Nesse sentido, vale ressaltar a disposição do artigo 24, § 3º, inciso II, da Lei nº 12.810/2013:

“Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central”⁵⁴

§ 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do **caput**:

[...]

II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante⁵⁵ até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e” (grifos nossos)

Essa regra não prejudica o regime jurídico da internalização de ordens, podendo haver dois modelos possíveis:

- (a) o internalizador atua como custodiante e os valores mobiliários são depositados na depositária central em nome de seus respectivos titulares que são clientes do internalizador ou em nome do próprio internalizador, caso opere em carteira própria.
- (b) os valores mobiliários são depositados na depositária central em nome do internalizador, gerindo conta ônibus na qualidade de representante de seus clientes, conforme permitido pela norma acima referida.

A conta ônibus em (b) acima teria as seguintes características:

⁵⁴ Referida disposição normativa da Lei nº 12.810/2013 que rege a atividade de “depósito central” superou o enunciado, mais antigo, do artigo 31 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 que se referia à “propriedade fiduciária do custodiante”, segundo o qual a *propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’ ou pelo extrato fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações.*

⁵⁵ O artigo 41, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 estatui que a propriedade das ações em custódia fungível será provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária. Admissão de representação do investidor proprietário das ações pelo custodiante para formar o depósito já existe e está prevista no artigo 30 da Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021.

- Titularidade do internalizador representando seus clientes, a partir de atribuição de poderes para tanto ao internalizador, em documentação pertinente, mantendo-se a segregação de patrimônio entre internalizador e de clientes nos controles internos do internalizador; e
- Titularidade individualizada dos clientes e respectivos direitos seria controlada pelo internalizador na qualidade de custodiante, nos termos da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021.

O modelo acima referido é similar à prática americana do *self-clearing* realizado por *Prime Broker* e é admitido pelo artigo 24, § 3º, inciso II, da Lei nº 12.810/2013, acima reproduzido, pois os ativos podem ser mantidos na depositária em nome de representante do titular, condicionado à permissão na regulamentação pertinente.

Referida permissão já consta no artigo 693 do Código Civil, nos termos do qual o contrato de comissão tem como objeto a realização de mútuo ou outro negócio jurídico de crédito pelo comissário, em nome próprio, por conta do comitente. O registro no depositário central é precisamente um negócio de crédito, visto que o titular do valor mobiliário transfere a titularidade em caráter fiduciário a essa infraestrutura do mercado, segundo o artigo 24 da Lei nº 12.810/2013 (igualmente transcrito acima). Por isso, o depositário central se torna devedor de obrigação de restituição de que o depositante é credor, conforme se depreende do artigo 24, § 4º, da Lei nº 12.810/2013:

“§ 4º O depositário central não pode dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária e fica obrigado a restituí-los ao seu titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, ao seu representante, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado.” (grifos nossos)

Desse modo, o investidor já está autorizado a depositar seus valores mobiliários em conta de comissário formalmente designado, que consiste justamente no internalizador operando em nome próprio uma conta ônibus.

Nesse sentido, qualquer alteração legislativa ou regulatória para viabilizar o modelo de *self-clearing* pelo internalizador seria desnecessária. Caso a CVM considere necessário tornar óbvio e inquestionável esse mecanismo, recomenda-se a modificação no artigo 2º, § 3º, na Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021:

“Consideram-se investidores, para os efeitos desta Resolução, a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários, *ou a parte que os represente como internalizador de ordens*, e que, na qualidade *de custodiantes ou* clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central.” (alterações sugeridas em destaque)

Além disso, com o intuito de excluir o risco de restrições impostas pelo depositário central que venham a dificultar a internalização de ordens, sugere-se a modificação do artigo 2º, § 1º, inciso III, da Resolução CVM nº 31/2021:

“III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários pelo investidor final ou por quaisquer terceiros, fora do ambiente do depositário central, *exceto nos casos em que o valor mobiliário estiver depositado em nome do representante internalizador de ordens.*” (alterações sugeridas em destaques)

Custos - Contraparte Central e Identificação de Comitente Final

Conforme consta no estudo da Oliver Wyman⁵⁶ os custos com contraparte central e identificação de comitente final são marginais perto do custo de execução. Espera-se que a atuação do intermediário com *self-clearing* reduza os custos de contraparte central e identificação de comitente final, apesar de não serem custos relevantes.

Redução do Ciclo de Liquidação

Conforme detalhado no quesito B.2.2.a) acima, a permissão do *self clearing* pelo internalizador permitiria diminuição do ciclo de liquidação de D+2 e consequente redução de custo para os investidores, na medida em que o internalizador poderia controlar a transferência de recursos financeiros e de valores mobiliários (*delivery versus payment*) por meio de:

a) transferência dos recursos financeiros por meio de registro a débito na conta de registro do comprador e registro a crédito na conta de registro do vendedor, o que é compatível com o disposto no artigo 37, inciso VIII da RCV 35⁵⁷ (bastando apenas permissão em norma

⁵⁶ Anexo I, p. 52.

⁵⁷ Art. 37 É vedado ao intermediário: (...) VIII – executar transferências de recursos entre contas-correntes de clientes de titularidade diferente, **ressalvadas as exceções previstas em lei ou nas normas editadas pela CVM** e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar; (Grifamos).

específica da CVM para a hipótese de liquidação de operações executadas no ambiente internalizado) e artigo 12 da Resolução CMN 5.008;

b) comando da transferência de valores mobiliários perante a depositária, na qualidade de custodiante dos investidores, para transferir os valores mobiliários da conta de custódia individualizada em nome do vendedor para a conta de custódia individualizada em nome do comprador, conforme artigo 13 e seu § 1º, inciso I, da RCVN 32, ou, alternativamente através de conta *omnibus* mantida na depositária central, conforme permitido pela legislação.

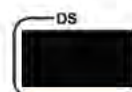
b. A CVM possui interesse especial em compreender até onde o atual arcabouço de regulação e autorregulação das ofertas diretas vem cumprindo seus objetivos regulatórios. Sendo assim, questiona-se especificamente se há percepção de necessidade de revisão na regulação e autorregulação desses instrumentos,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

Resposta: Em nossa opinião, as ofertas diretas são muito importantes para garantir a melhor execução para operações que não têm perfil de serem executadas por meio do leilão contínuo do mercado de bolsa, porém não resolvem todas as situações e geram distorções que podem ser corrigidas pela permissão e regulação da internalização de ordens. Neste caso, a implementação da internalização de ordens pela CVM tornará desnecessária a revisão na regulação e autorregulação das ofertas diretas.

A oferta direta é o registro simultâneo de ofertas de compra e venda oriundas de ordens emitidas por clientes de um mesmo intermediário no ambiente de bolsa. O encontro entre as ordens de compra e de venda ocorre no ambiente administrado pelo próprio intermediário, anteriormente ao registro da oferta direta no mercado de bolsa.⁵⁸

A oferta direta foi o mecanismo criado para atender investidores cujas ordens não seriam passíveis de execução no ambiente de bolsa. Isso só é possível através do protagonismo do intermediário na organização do encontro entre compradores, vendedores e na negociação da quantidade e preço do valor.⁵⁹

Assim, trata-se de mecanismo atípico de internalização de ordens, em que o intermediário administra o ambiente de negociação para execução das transações, embora seja obrigado a registrá-las no ambiente da bolsa.



⁵⁸ Artigo 39 do Regulamento de Negociação da B3.

⁵⁹ Artigo 3.a) do Ofício-Circular nº 8/2020-CVM/SMI.



Esse regramento se mostra insuficiente para garantir a melhor execução de ordens dos clientes, pois (i) a interação competitiva entre as ordens dos clientes não pode ser realizada por intermediários,⁶⁰ e (ii) a transação está sujeita aos custos de negociação da bolsa. Desse modo, o investidor pode não ser beneficiário da melhor oferta possível para a execução de sua transação.

Exemplo:

Spread no livro do ambiente de bolsa: compra a R\$9,00 e venda a R\$11,00, quantidade de 500 em cada ponta (compra e venda).

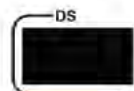
Investidor “A” emite ordem de compra de 800.000 unidades de determinado valor mobiliário ao preço de R\$10,80, não admitindo compra parcial.

Se o intermediário enviar a oferta para o ambiente de bolsa, e tudo mais constante, a probabilidade é de aumento do valor de venda em razão da pressão compradora por quantidade.

Então, visando à melhor execução para o comprador, o Intermediário, sem divulgar o preço pretendido pelo comprador, mas apenas a quantidade a ser comprada, identifica dois investidores que visam a vender o determinado valor mobiliário: o primeiro, investidor “B”, transmite ordem de venda de 400.000 unidades a R\$10,00 e o segundo, investidor “C”, transmite ordem de venda de 800.000 unidades no intervalo de preço entre R\$ 10,25 a R\$10,50, admitida a venda parcial.

Conforme a regulamentação atual, é proibida a interação competitiva entre as ordens de venda no ambiente do intermediário, que deve descartar as ordens que não atendam imediatamente a primeira ordem recebida.

Ou seja, a regulamentação da oferta direta acarreta distorções no sistema, visto que i) o investidor “A” não obterá o melhor preço, pois sua ordem terá de interagir com aquela mais cara do investidor “C”, a preço médio de R\$10,25, a única que atinge a quantidade ofertada; ii) o investidor “B” não venderá seus ativos embora tenha oferecido o melhor preço ao investidor A); iii) a transação incorrerá nos custos de curso no ambiente de bolsa; e iv) o *spread* do livro do ambiente de bolsa pode se alterar durante a negociação acima, de modo a impedir a execução de qualquer transação entre os investidores.



⁶⁰ Seção 2.1.1 da Norma de Supervisão CE-BSM-1/2023.

A internalização de ordens solucionaria os problemas acima referidos, na medida em que o internalizador promoveria a interação competitiva entre ordens em ambiente próprio, de modo íntegro e auditável, de modo que: (i) cumpriria de forma facilitada o dever de melhor execução em favor dos investidores; (ii) asseguraria a execução, eliminando o risco de não-execução decorrente da mudança de *spread* da bolsa durante o processo de negociação da oferta direta e busca de contrapartes; e (iii) diminuiria o custo global de execução, visto que inexistiria o custo de curso no ambiente de bolsa.

Além disso, a internalização aumentará a concorrência entre os ambientes regulamentados de negociação, gerando benefícios para todo mercado, em especial para os investidores.⁶¹

Sob o prisma econômico-jurídico, a internalização manterá os benefícios da oferta direta, ausentes suas desvantagens. Isso porque permitirá ao intermediário: (a) exercer de forma mais eficiente e eficaz a relevante função de buscar contrapartes para ordens que, por suas características, não poderiam ser executadas no livro central do mercado de bolsa, e (b) garantir a melhor execução para as ordens obtidas após tal esforço, sem as limitações das regras de oferta direta e busca de contraparte que geram as distorções acima exemplificadas.

Vale ressaltar que tais ordens obtidas por provocação ativa do intermediário não existiriam se houvesse apenas o livro central do ambiente de bolsa. Isso demonstra a capacidade da regulação da internalização de ordens de estimular a liquidez no mercado de valores mobiliários brasileiro, o que é especialmente relevante no atual contexto em que aos recursos que poderiam ser investidos em valores mobiliários são cada vez mais destinados aos mercados de jogos e apostas *on-line*.⁶²

Importante notar também que referido exemplo ilustra muito bem como o paradigma da transparência pré negócio é relativo e pode não gerar o melhor resultado em todos os casos. No caso exemplificado, se o intermediário tivesse divulgado aos potenciais vendedores o preço pretendido pelo comprador (R\$ 10,80), muito provavelmente não receberia duas ordens de venda a preços melhores para o comprador (R\$10,00 e R\$ 10,50), e a ordem dos vendedores

⁶¹ O desenvolvimento da tecnologia e o processo de flexibilização do mercado de capitais, com a revogação da obrigação de execução de transações exclusivamente no ambiente de bolsa, foram fatores imprescindíveis para a implementação da internalização em outros países, como os Estados Unidos, Espanha, França e Dinamarca. Veja-se Florian Miller, *Der systematische Internalisierer*, 1ª edição, Nomos, 2020, pp. 37-39.

⁶² A título de exemplo, 98% das operações de câmbio, em montante correspondente a aprox. 32 bilhões de dólares dos Estados Unidos, para viabilizar a aquisição de bens e serviços, com participação de prestador de eFX, tiveram como objeto i) ativos virtuais; ou ii) jogos e apostas. Veja-se BCB, *Apresentação sobre prestador de eFX*, 2024, slide n. 15.



seria de R\$ 10,80, neste caso haveria vantagem apenas para os vendedores e não teria ocorrido a melhor execução possível para o comprador.

Considerando que não há regra que organize a forma como as ofertas de compra e de venda interagem para se chegar à oferta direta, os requisitos de transparência podem ser customizados pelo intermediário ao buscar as contrapartes conforme o tipo do negócio e perfil dos investidores.

Isso corrobora a nossa proposta de que os requisitos de transparência dos diferentes modelos de intermediação sejam submetidos à aprovação da CVM pelos internalizadores juntamente com a justificativa que demonstre ser a melhor forma para garantir a melhor execução levando em consideração a liquidez do ativo, o perfil dos investidores e o tipo de negócio a ser executado, dentre outros critérios relevantes. Com isso, evita-se estabelecer na norma modelo único que impeça a criatividade e inovação de modelos de transparência pré-execução customizados.

Sob o prisma jurídico, a obrigatoriedade de curso da oferta direta no mercado de bolsa, considerando a atual estágio da tecnologia, infringe princípios fundamentais do ordenamento brasileiro. Primeiramente, viola o princípio da livre iniciativa previsto no artigo 170 da Constituição Federal.

Infringe também a Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), que elenca como princípio fundamental a liberdade para exercício de atividades econômicas, conforme seu artigo 2º, inciso I. Este princípio é traduzido em vedações de intervenção ou imposição de ônus sobre negócios empresariais de ordem lícita, conforme artigo 3º da Lei da Liberdade Econômica:

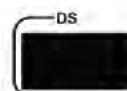
“Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal:

(...)

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

(...)

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



A norma transcrita acima não é atendida, na medida em que há imposição de pagamento de emolumentos de bolsa, devidos em razão de oferta direta concluída anteriormente entre as partes, ausente qualquer intervenção ou interação com o ambiente de bolsa, à exceção da referência de preços que poderia ser obtida pelas conexões tecnológicas de baixíssima latência atualmente disponíveis, sem a necessidade do curso da operação no mercado de bolsa.

A internalização eliminaria essa transgressão à ordem jurídica vigente, pois facultaria ao intermediário o uso de meio alternativo à oferta direta, uma vez que ele faria organização proativa do fluxo de ordens conforme regras que submeteria à aprovação da CVM para poder atuar como internalizador de ordens.

Raciocínio similar se aplica a outros negócios, tais como o RLP e o empréstimo de valores mobiliários.

No caso do empréstimo de valores mobiliários, a negociação já ocorre em ambiente internalizado, sendo necessário o registro na B3 para fins de pós-negociação. Referido registro é importante em especial para os investidores que preferem correr o risco da câmara de compensação e liquidação administrada pela B3 como contraparte central para garantir o adimplemento das obrigações decorrentes do empréstimo (devolução do valor mobiliário e pagamento do valor do empréstimo para o doador).

Porém, há investidores, em especial os institucionais não residentes, que deixam de realizar a operação no mercado brasileiro, pois possuem regras internas que os impedem de alugar valores mobiliários sem garantia real em seu nome. Para tais investidores, o modelo de empréstimo com contraparte central não funciona.

Portanto, sugere-se que nos casos de empréstimo de valores mobiliários por tais investidores, seja permitida a internalização da gestão de garantias pelo internalizador custodiante, conforme artigo 13, IV da RCVM 32. O internalizador realizaria os comandos de transferência e constituição de gravames perante a depositária. Tal modalidade seria alternativa à atual vigente, e devidamente explicada para o investidor em contrato com informações claras sobre os riscos e procedimentos envolvidos.

B.3. Participantes Afetados (inciso III do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

3. Existem lacunas, omissões ou pontos controversos na análise dos participantes afetados 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.

Resposta: A União Europeia e os Estados Unidos regulamentaram participantes responsáveis pela recepção, compartilhamento e/ou consolidação de informações de negociação. Cite-se, a título de exemplo, a figura do consolidador americano (*securities information processor*) e europeu (*consolidated tape provider*), e a figura do receptor americano (*trade reporting facility*) e europeu (*approved publication arrangement*).⁶³ No Brasil, optou-se por não regulamentar essas figuras.⁶⁴

Conforme exposto em nossa manifestação holística abaixo, a figura do consolidador seria desnecessária até o desenvolvimento do sistema e aquisição de experiência prática com a internalização de ordens pelos reguladores, autorreguladores e agentes de mercado. Os exemplos internacionais fundamentam esta opinião.

Na União Europeia, o Poder Legislativo instituiu o *consolidated tape provider* em 2014, com o intuito de facilitar o acesso aos participantes do mercado à informação disponível de negociação.⁶⁵ Uma entidade autorizada a recolher informações junto a *approved publication arrangements* e plataformas de negociação seria responsável por realizar tal atividade, além de consolidar o que foi recolhido num fluxo eletrônico que fornecesse dados em tempo real.⁶⁶ Porém, nenhuma entidade se mostrou disposta a atuar como consolidadora desde sua instituição, fato que foi admitido pelo próprio legislador europeu.⁶⁷

O relato europeu é exemplo nítido de que a regulamentação deve acompanhar as demandas do mercado e de seus participantes, e não o inverso. Assim, a ANCORD e demais participantes e

⁶³ AIR Parcial, cit., pp. 16 e 20.

⁶⁴ AIR Parcial, cit., p. 71.

⁶⁵ Recital 117 da Diretiva 2014/65/UE: “Agora que existe uma estrutura de mercado que permite a concorrência entre várias plataformas de negociação, é fundamental ter um sistema eficaz de prestação de informações consolidadas a funcionar o mais rapidamente possível. A introdução de uma solução comercial assente num sistema de prestação de informações consolidadas para instrumentos financeiros de capital e equivalentes deverá contribuir para a criação de um mercado europeu mais integrado, tornando mais fácil para os participantes no mercado o acesso a uma visão consolidada das informações disponíveis sobre a transparência da negociação.” (grifos nossos).

⁶⁶ Artigo 4º, p. 1º, 50) da Diretiva 2014/65/UE, que foi posteriormente transferido para o artigo 4º, p. 1º, 35) do Regulamento (UE) 600/2024.

⁶⁷ Recitais 3 e 4 do Regulamento (UE) 600/2024: “(...) 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.” (grifos nossos).

associação setoriais devem estipular conjuntamente de que forma as informações de negociação devem ser consolidadas, seja através de intermediário autorizado para tanto ou de uma obrigação de cada participante. A regulamentação que dispense o diálogo pode inviabilizar a resolução apropriada desse problema, como observado pela CVM no Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019.⁶⁸

B.4. Benchmark Internacional (inciso IX do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)

4. 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.

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.

Resposta: Os mecanismos de ressarcimento de prejuízos, que são disponibilizados a investidores, variam por país. Divide-se a questão em quatro seções: ações ajuizadas na esfera judicial por investidores e entidades de defesa do consumidor; ressarcimento via regulador na esfera administrativa; ressarcimento via autorregulação; e os fundos de ressarcimento em caso de insolvência.

Ações ajuizadas na esfera judicial por investidores e entidades de defesa do consumidor

A escolha mais comum, que é disponibilizada a investidores em diversos países, consiste no ajuizamento de ações no Poder Judiciário.⁶⁹ Mais ainda, alguns países conferiram poderes de representação de investidores a entidades de defesa do consumidor. Esse arranjo foi

⁶⁸ AIR Parcial, cit., p. 71.

⁶⁹ Particularmente nos países em que há uma dicotomia entre a atuação de agências e as ações judiciais individuais, como a Alemanha, o ressarcimento compete ao Poder Judiciário. A esse respeito, veja-se Olha Cherednychenko, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Yearbook of European Law, Volume 40, 2021, pp. 153-154.

implementado na União Europeia, onde foi editado ato normativo, uma Diretiva, que obrigou Estados-membros da União a garantir que essas entidades possam ajuizar ações coletivas, como por exemplo em temas financeiros.⁷⁰

Nos Estados Unidos, a SEC pode requerer ao juízo, em sede de ação federal ajuizada em face de empresas infratoras da legislação do mercado de capitais, a designação de interventor, que é responsável por recuperar e gerenciar ativos e recursos financeiros que sejam considerados produto da infração. Em um momento posterior, o juízo é competente para distribuir fundos assim levantados aos investidores lesados⁷¹. De forma alternativa, a SEC também pode determinar a separação dos recursos através de ação judicial ou de acordo com o infrator, que farão parte de fundo de restituição dos lesados.⁷²

Ressarcimento via regulador na esfera administrativa

Esta forma de ressarcimento não está presente em diversos países, devido à frequente distinção entre competências atribuídas ao regulador para empregar meios de persecução na esfera administrativa (*enforcement* administrativo) e as ações individuais de reparação na esfera de direito privado.⁷³

O modelo do regulador financeiro inglês, a *Financial Conduct Authority* (“FCA”), diverge da regra geral, pois lhe foi atribuída a competência de implementar mecanismos de ressarcimento ao consumidor (*consumer redress*).⁷⁴ A FCA tem poderes para obrigar as entidades sob sua supervisão a instituir um mecanismo de ressarcimento aos consumidores, se tais entidades falharem de forma frequente ou generalizada no cumprimento de alguma regra, e isso implicar danos ou perdas aos consumidores.⁷⁵ Desse modo, o agente internalizador que não cumprisse seu dever de melhor de execução, de modo a executar frequentemente ordens de investidores de varejo a um custo altíssimo, a título de exemplo, estaria sujeito a esse mecanismo da FCA.

O mecanismo da FCA pode dispor sobre:⁷⁶

⁷⁰ Recital 13, e Artigo 4º, p. 1º e 2º, da Diretiva 2020/1828/EU.

⁷¹ Securities and Exchange Commission, *Investor Bulletin: How Victims of Securities Law Violations May Recover Money*, 2018. Disponível em: https://www.sec.gov/resources-for-investors/investor-alerts-bulletins/ib_recovermoney

⁷² Artigo 308 do *Sarbanes-Oxley Act*.

⁷³ Olha Cherednychenko, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Yearbook of European Law, Volume 40, 2021, p. 150. Análise voltada aos Estados-membros da União Europeia.

⁷⁴ Artigo 404 do *Financial Services and Markets Act 2000*.

⁷⁵ Artigo 404, p. 1º, do *Financial Services and Markets Act 2000*.

⁷⁶ Artigo 404, p. 5º a 7º, do *Financial Services and Markets Act 2000*.

- auditoria realizada pelas entidades sob supervisão da autoridade, com o intuito de identificar se houve descumprimento das regras objeto do mecanismo de ressarcimento, e, caso de fato haja descumprimento, se houve algum dano ou perda imposta aos consumidores;
- critérios para aferir o montante a ser pago a título de indenização aos consumidores.

Outro exemplo pode ser encontrado nos Estados Unidos. A SEC, reguladora do mercado de capitais do país, é competente para instituir fundo de ressarcimento às vítimas em sede de processo administrativo instaurado em face de participante que descumpriu a legislação ou regulamentação.⁷⁷ Tal fundo pode ter como finalidade o ressarcimento de investidor, caso por exemplo fosse identificada omissão ou falha do internalizador no exercício de suas funções.

Ressarcimento via autorregulação

A SEC autorizou que a FINRA fosse constituída, uma organização de autorregulação na qual os *broker-dealers* devem se inscrever e cujas regras devem obedecer.⁷⁸ A organização impõe regramento aplicável a agentes internalizadores de ordens, e estabeleceu as formas de ressarcimento por meio da autorregulação abaixo indicadas.

- Processo disciplinar: a FINRA pode instaurar processo disciplinar em face dos *broker-dealers*, se identificar violação a legislação ou regulamentação.⁷⁹ A entidade tem poderes suficientes para impor sanções ao associado e transferir valores a investidores que sofreram perdas ou danos advindos da violação.⁸⁰
- Mediação: mecanismo de negociação entre as partes, sendo a FINRA mediadora.⁸¹ Trata-se de instrumento relevante para solucionar controvérsias entre *broker-dealers* e investidores.
- Arbitragem: investidores podem ajuizar pedidos de arbitragem junto à FINRA, caso o objeto da disputa seja relacionado à prestação de serviços pelo *broker-dealer*.⁸² Caso

⁷⁷ Artigo 308 do *Sarbanes-Oxley Act*. A respeito da discussão acerca da natureza indenizatória ou punitiva do fundo de restituição, veja-se Don Carillo, *Disgorgement Plans Under the Fair Funds Provision of the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Are Creditors and Investors Truly Being Protected?*, 2008, pp. 322-329, e Donna Nagy, *The Statutory Authority for Court-Ordered Disgorgement in SEC Enforcement Actions*, SMU Law Review, Volume 71, 2018, pp. 920-925.

⁷⁸ Artigo 15(b)(8) do *Securities Exchange Act of 1934*.

⁷⁹ Rule No. 9211 da FINRA.

⁸⁰ FINRA, *Sanctions Guidelines*, março de 2024, p. 5.

⁸¹ Rules Nos. 14104 e 14109 da FINRA.

⁸² Rule No. 12200 da FINRA.

condenação seja proferida pela organização de autorregulação, o *broker-dealer* deve efetuar o pagamento em até trinta dias, contados da data da proferição da sentença.⁸³

Fundos de ressarcimento em caso de insolvência

Os fundos de ressarcimento em caso de insolvência têm como beneficiários em sua maioria os investidores de varejo, além de possuírem escopo restrito, conforme se depreende em análise da tabela abaixo. Pontue-se que Hong Kong estendeu o escopo do seu fundo, o que lhe permite atuar em casos de inadimplemento por parte de intermediários solventes.

País	Mecanismo de ressarcimento e ato normativo	Participante do fundo	Qual o escopo do ressarcimento? Tal escopo inclui perdas na internalização?
Estados Unidos	<i>Securities Investor Protection Corporation</i> ("SIPC") / <i>Securities Investor Protection Act</i>	<i>Broker-dealers</i> , com algumas poucas exceções ⁸⁴	<p>Posteriormente à insolvência do <i>broker-dealer</i>, o SIPC efetua pagamentos a consumidores cujas pretensões a recursos financeiros ou valores mobiliários não foram satisfeitas por parte da massa falida, até o montante de US\$500.000,00 (quinhentos mil dólares dos Estados Unidos) do qual US\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil dólares dos Estados Unidos) pode corresponder a pretensões a recursos financeiros.⁸⁵ O SIPC não inclui o pagamento por perdas decorrentes de fraude, inadimplemento contratual e desvalorização dos valores mobiliários.⁸⁶</p> <p>Perdas no âmbito da internalização são ressarcidas, sujeitas aos limites e exceções discutidos acima.</p>

⁸³ Rule No. 12904 da FINRA.

⁸⁴ Artigo 78ccc(a)(2)(A) do *Securities Investor Protection Act*.

⁸⁵ Artigo 78fff-3 do *Securities Investor Protection Act*.

⁸⁶ Thomas W. Joo, *Who watches the watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure*, Southern California Law Review, 1999, pp. 1097 e 1122.

Canadá	<i>Canadian Investor Protection Fund</i> (“CIPF”) / <i>Approval Order for CIPF</i>	<i>Dealers</i> , com algumas poucas exceções ⁸⁷	<p>O fundo cobre prejuízo de clientes, que foram causados pela insolvência de um <i>dealer</i>. O objetivo do fundo é devolver os ativos aos clientes ou, quando eles estiverem indisponíveis, fornecer uma compensação pelo seu valor na data da insolvência.⁸⁸ Perdas que não decorram da insolvência de um <i>dealer</i>, como a desvalorização dos ativos, inadimplemento de um emissor de valores mobiliários ou investimentos inadequados, não são passíveis de cobertura pelo CIPF.⁸⁹</p> <p>Ressalte-se que a cobertura é limitada ao montante de \$1,000,000.00 (um milhão de dólares do Canadá) por cliente. Se o cliente possuir uma ou mais contas específicas (ex. plano de aposentadoria registrado), a cobertura será ampliada por igual montante, multiplicado pela quantidade de contas específicas.⁹⁰</p> <p>Perdas no ambiente de internalização são ressarcidas, sujeitas aos limites e exceções discutidos acima.</p>
União Europeia	Esquema de compensação de investidor / Diretiva 97/9/CE. Cada Estado-membro deve	Algumas instituições de crédito e as firmas de investimento ⁹¹	Posteriormente à verificação da precária situação financeira da entidade por parte das autoridades, o esquema cobrirá quaisquer pretensões de investidores, que decorram da incapacidade da entidade de:

⁸⁷ Página 1 da *Approval Order for CIPF*.

⁸⁸ Seção A, p. 1º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

⁸⁹ Seção D, p. 1º e 2º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

⁹⁰ Seção F, p. 1º e 3º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

⁹¹ Artigo 2, p. 1º da Diretiva 97/9/CE. Algumas instituições de crédito podem ser obrigadas a participar, caso realizassem atividade de firma de investimento. Porém, Estados-membros podem dispensar a participação dessas instituições, se estiverem dispensadas da obrigação de participação em sistema de garantia de depósitos.

	implementar este esquema.		<p>i) restituir os recursos que sejam devidos ou que pertençam aos investidores e que sejam detidos no âmbito de operações de investimento;</p> <p>ou</p> <p>ii) restituir instrumentos que pertençam aos investidores e que sejam administrados, detidos ou geridos no âmbito de operações de investimento.⁹²</p> <p>Os Estados-membros devem assegurar ao menos €20.000,00 (vinte mil euros) a título de restituição por investidor.⁹³</p> <p>Perdas no ambiente de internalização são ressarcidas, sujeitas aos limites discutidos acima.</p>
Hong Kong	<p><i>Investor Compensation Fund</i> (“ICF”) / Caps. 571 (<i>Securities and Futures Ordinance</i>) e 571T (<i>Securities and Futures – Investor Compensation Claim Rules</i>)</p>	Entidades que negociam valores mobiliários, ⁹⁴ futuros e financiam aquisição de valores mobiliários	<p>O fundo tem o intuito de cobrir perdas de clientes de varejo em razão de inadimplemento do intermediário. Causas de inadimplemento passíveis de cobertura pelo fundo incluem a quebra de confiança (<i>defalcation</i>), conduta ilícita dolosa (<i>misfeasance</i>), insolvência e liquidação do intermediário, bem como prejuízos decorrentes de fraude, quebra de confiança.⁹⁵</p> <p>Perdas no ambiente de internalização são ressarcidas, desde que decorrentes das condutas mencionadas acima.</p>

⁹² Artigo 2º, p. 2º, da Diretiva 97/9/CE.

⁹³ A percentagem coberta deve ser igual ou superior a 90% do montante da pretensão do investidor, enquanto o montante a ser pago pelo esquema não atingir €20.000,00 (vinte mil euros). Base normativa: artigo 4º da Diretiva 97/9/CE.

⁹⁴ Artigo 236, p. 2º, da *Securities and Futures Ordinance*.

⁹⁵ Artigo 236, p. 1º, da *Securities and Futures Ordinance* e artigo 244, p. 2º, da *Securities and Futures – Investor Compensation Claim Rules*.

5. 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.

Resposta: Sim. Recomenda-se a análise da regulação da Inglaterra.

O **Reino Unido** se desfilhou da União Europeia, de modo que as normas previstas nas Diretivas europeias serão aplicáveis apenas se adotadas em legislação interna britânica, e desde que o Legislativo não as tenha alterado ou revogado.

Recomenda-se a análise do sistema jurídico do Reino Unido, uma vez que o país possui mercado de capitais pujante, que admite a internalização de ordens, e regulador com conhecimento, experiência e servidores especializados.

A normatização dos mercados financeiro e de capitais do Reino Unido permanece inspirada nas regras da União Europeia.⁹⁶ Mais especificamente, na MiFIR e MiFID II, mas com alterações promovidas pela “*Financial Services and Markets Act 2023*” (“FSMA 2023”). Essas alterações são focadas essencialmente na (a) compatibilização de termos à legislação local; (b) atribuição de competência regulamentar à FCA; e (c) flexibilização de limites legais, conferindo à FCA maiores poderes para direcionar e monitorar as atividades de internalizadores de ordens.⁹⁷

Definição de Internalizador Sistemático - O Reino Unido também adota o conceito de “*Systematic Internaliser*”,⁹⁸ definido (resumidamente) como aquele que, de maneira organizada, frequente, sistemática e substancial, negocia em conta própria ao executar ordens de clientes fora de um mercado regulamentado, de um MTF ou de um OTF,⁹⁹ sem operar um sistema multilateral.¹⁰⁰

⁹⁶ Certas regras internas do Reino Unido ainda fazem referência expressa a Diretivas europeias. Exemplo disso são as referências do FCA Handbook e da “The Data Reporting Services Regulations” à MiFID II: “FCA Handbook - MTFs.” Disponível em: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/5/3.pdf> e “The Data Reporting Services Regulations 2017.” Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2017/699/made>.

⁹⁷ MiFIR UK. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/eur/2014/600/article/23>. Acesso em: 04.10.2024; FSMA 2023. Disponível em:

<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2023/29/schedule/2/enacted>; e FCA. “Regulation of markets in financial instruments”. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/markets/regulation-markets-financial-instruments>.

⁹⁸ Optou-se por não utilizar termos de cunho regulatório definidos anteriormente, como SI, MTF e OTF, pois eles tratavam da regulação da União Europeia, e não do Reino Unido.

⁹⁹ Para qualificação de MTFs e OTFs, ver a seguir o subitem “Ambientes de Negociação e Ativos Negociáveis”.

¹⁰⁰ (12) “systematic internaliser” means an investment firm which— (a) on an organised, frequent, systematic and

A FSMA 2023 especificou o que se entende por internalização em base “frequente, sistemática e substancial”:

“(a) the frequent and systematic basis is to be measured by the number of OTC trades in the financial instrument carried out by the investment firm on own account when executing client orders; and

(b) the substantial basis is to be measured either by the size of the OTC trading carried out by the investment firm in relation to the total trading of the investment firm in a specific financial instrument or by the size of the OTC trading carried out by the investment firm in relation to the total trading in the relevant area (within the meaning of Article 14(5A)) in a specific financial instrument;”

O “*Handbook*” da FCA oferece guia de apoio para a delimitação de tais critérios, indicando, por exemplo, a necessidade de se verificar o valor monetário das operações internalizadas pelo agente e compará-la com o total de negócios intermediados pelo agente.¹⁰¹

Ambientes de Negociação e Ativos Negociáveis - O Reino Unido conta com os mesmos cinco tipos de ambientes de negociação previstos na legislação europeia, conforme detalhados no item VI.2.2. da AIR Parcial. São eles: *Regulated Markets* (RM), *Multilateral Trading Facilities* (MTF), *Organised Trading Facilities* (OTF), *Systematic Internalisers* e *Over the Counter* (OTC).

Uma diferença para o sistema europeu é que OTFs e OTCs também podem negociar instrumentos representativos de participação societária (“*shares*”), uma vez que a FSMA 2023 afastou a incidência do art. 23 da MIFIR que continha essa vedação.¹⁰²

Assim como na regulação europeia, *Systematic Internalisers* e MTFs do Reino Unido podem negociar ativos representativos de participação societária, de dívida, derivativos etc. A internalização pode incluir operações de ações, índices, renda fixa, quotas de fundos de investimento (inclusive ETFs) e derivativos.

substantial basis, deals on own account when executing client orders outside a UK regulated market, UK MTF or UK OTF without operating a multilateral system; and (b) either— (i) satisfies the criteria set out in Article 12, 13, 14, 15 or 16 of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, assessed in accordance with Article 17 of that Regulation; or (ii) has chosen to opt in to the systematic internaliser regime (MiFIR UK. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/eur/2014/600/article/2>).

¹⁰¹ FCA Handbook. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/6/3.html?date=2016-03-07>.

¹⁰² MiFIR UK. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/eur/2014/600/article/23?view=plain>.

Transparência Pré-Negociação - O Reino Unido adotou regras gerais de transparência de pré-negociação inspiradas nas normas europeias. Porém, o regime inglês optou por entregar maiores poderes para a autoridade regulatória (FCA) definir os padrões de transparência, criar disciplina própria e conferir dispensas aos agentes regulados.

A regra geral é a obrigatoriedade de transparência pré-negociação, seja para instrumentos representativos de participação societária, derivativos ou instrumentos de dívida (artigos 3 e 8 da MiFIR). Porém, mecanismos de negociação sem transparência prévia (“*dark trading*”), referentes ou não à internalização de ordens, são permitidos sob certos limites, com base em dispensas regulatórias (“*waivers*”).

A regulação europeia contém, no artigo 5º do MiFIR, um limite duplo para negociações sem transparência prévia: o “*double value cap*” ou apenas “DVC”. Com base nele, “*waivers*” obtidos por um “*trading venue*” para realização de negócios sem transparência prévia não podem exceder 4% do volume negociado para um mesmo ativo em sua plataforma, nem 8% do total agregado negociado na União Europeia para aquele ativo.

O Reino Unido, porém, optou por um regime menos engessado, excluindo o DVC (art. 5º do UK MiFIR). Assim, a FCA possui maior flexibilidade para dispor sobre a divulgação de informações pré-negociação e conferir “*waivers*” sem observância de limites em percentuais pré-definidos.

Também houve flexibilização do regime de colocação de ofertas públicas por internalizadores de ordens. Na regulação europeia, *Systematic Internalisers* são obrigados a fazer cotações públicas e firmes das ações negociadas por eles, para as quais haja mercado líquido. Eles podem definir as cotações realizadas de acordo com o valor médio aritmético das ordens executadas no mercado para aquele ativo. No Reino Unido, porém, a FCA recebeu discricionariedade para determinar outros critérios para pautar as cotações realizadas pelos *Systematic Internalisers*, que não apenas o valor médio aritmético das ordens (art. 14 do UK MiFIR).

Transparência Pós-Negociação - As diretrizes legais sobre transparência-pós negociação são baseadas na regulação da União Europeia. Contudo, as regras do Reino Unido atribuíram competência para que a FCA crie regras específicas sobre a matéria.

Mesmo após a saída da União Europeia, permanece a regra geral do art. 20 do MiFIR, segundo o qual as empresas de investimento, incluindo *Systematic Internalisers*, devem tornar públicos

volumes, preços e horários das transações realizadas. Delega-se à FCA competência para elaboração de regras técnicas.

Contudo, com base no art. 21 do UK MiFIR, a FCA poderá suspender esses deveres de transparência de pós-negociação para certos ativos financeiros (como instrumentos de emissão de dívida ou derivativos especificados).

B.5. Objetivos Regulatórios (inciso V do Art. 6º do Decreto nº 10.411/2020)

6. 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.

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

6.1 - Quais deveriam ser os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM no que se refere a regulação do tema?

Resposta: Entendemos que os “objetivos finalísticos” da regulação da internalização de ordens são indicados no art. 4º da Lei nº 6.385/1976. Há os objetivos mais gerais e de difícil controle pela regulação, considerando os múltiplos fatores socioeconômicos que os determinam, tais como: (i) o estímulo ao investimento em valores mobiliários e (ii) a promoção da expansão do mercado de capitais. E há os objetivos típicos de uma regulação que visa manter os pressupostos de livre mercado, em especial a redução de custo de observância (incluída no conceito de mercado eficiente¹⁰³) e a manutenção da segurança jurídica por meio de informação clara e verdadeira e combate a práticas abusivas de mercado.

A partir dos “objetivos finalísticos”, delimitam-se quatro “objetivos-meio” da regulação sobre internalização: (i) aumento da concorrência entre ambientes de negociação e, conseqüentemente, ampliação do leque de escolhas dos investidores; (ii) redução de custos de transação e do custo global de execução para o investidor; (iii) aumento de liquidez de ativos;

¹⁰³ A promoção de um mercado de capitais eficiente também é um dos objetivos regulatórios centrais da carta de princípios da IOSCO. (IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation - May 2017).

e (iv) redução de prazos de liquidação.

A permissão da internalização de ordens em nosso entendimento ajuda a materializar tais objetivos conforme os potenciais benefícios detalhados no item B.1. desta manifestação. Referências quantitativas a esses benefícios são apresentadas pelo relatório da Oliver Wyman.¹⁰⁴

Todos os objetivos acima referidos integram o que a doutrina estrangeira denominou de “ciclo virtuoso da regulação de valores mobiliários” (“*the virtuous cycle of the securities regulation*”).¹⁰⁵ Ou seja, no sentido de uma regulação favorável (a) a negócios com menores custos para os usuários e (b) a mercados com maior liquidez. Entende-se que, quanto menos custosa for a realização das operações no mercado de capitais, maior o estímulo à liquidez e ao investimento em valores mobiliários.¹⁰⁶

O enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado traz em seu bojo a adoção do regime jurídico da autorregulação de mercado organizado, o que ajuda a reduzir custo de regulação e auxilia na manutenção da segurança jurídica, e no combate às práticas abusivas de mercado.

Nesse sentido, a nova regulação sobre internalização de ordens poderia ser minimalista, valendo-se dos princípios de flexibilidade “*comply or explain*” já internalizados na atual RCVM 135, permitindo a adoção de diferentes modelos de internalização conforme os diferentes perfis de negócios. E os resultados poderiam ser supervisionados pela CVM por meio de informações organizadas sobre qualidade de execução de ordens conforme modelo norte-americano (*Rules 605 e 606*).

6.2 - A CVM deveria considerar o balanço entre objetivos conflitantes?

Resposta: Sim, a regulação deve balancear eventuais objetivos conflitantes. Por exemplo: para assegurar o funcionamento regular de mercados de balcão organizado, esses agentes devem estabelecer estruturas de integridade e de governança, bem como integralizar e manter

¹⁰⁴ Anexo I, pp. 65-67.

¹⁰⁵ O sistema regulatório deve contribuir para os aspectos do ciclo virtuoso. “The virtuous cycle is central to the quality of the regulation of securities markets. If regulation produces an imbalance, the quality of the market suffers.” (Nicholas L. Georgakopoulos. *The Logic of Securities Law*. Cambridge University Press. 2018. p. 146).

¹⁰⁶ “Reductions in transaction costs produce more trading (...) Greater trading activity translates into greater liquidity directly. As the flow of trading increases, trades of a given size diminish in importance and impact on prices. (...) A very liquid market implies that trades have small effect on prices.” (...) “The cheaper trading increases trading activity, which increases liquidity.” (Nicholas L. Georgakopoulos. *The Logic of Securities Law*. Cambridge University Press. 2018. pp. 144 - 145)

patrimônio regulatório mínimo. Porém, os custos associados a esses fatores de conformidade e de capital devem ser balanceados pela regulação da CVM, de modo que não excluam os benefícios oportunizados pela internalização de ordens. Ou seja, para que custos não sejam elevados a ponto de marginalizar a diminuição de custos de transação advindos da internalização. E para que não inviabilizem a participação de concorrentes no mercado de internalização.

A IOSCO pondera a necessidade de que a regulação formulada leve em consideração os custos de *compliance* originados.¹⁰⁷ A regulação deve ser proporcional, sem imposição de ônus injustificados sobre os agentes, os quais poderiam inibir o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais.

Além disso, alguns “conflitos” são meramente aparentes. Ou seja, objetivos que parecem conflitantes à primeira vista, na verdade não o são.

Por exemplo: a atuação de internalizadores como contraparte de negócios de seus clientes não gera verdadeira contraposição entre os objetivos de impedir a materialização de conflitos de interesse na realização de negócios e fomentar a liquidez do mercado.

Ao revés, a atuação de internalizadores de ordens como contraparte de negócios com seus clientes pode servir ao mesmo tempo aos objetivos de melhor execução de ordens e fomento da liquidez de mercado.

E os potenciais conflitos de interesse podem ser evitados, por exemplo, por regras de segregação de atividades, pela indicação de diretor responsável pelo cumprimento das normas sobre internalização de ordens e pela determinação de que esse diretor não exerça funções conflitantes entre si.

Adicionalmente, essa atuação como contraparte pode beneficiar a execução de negócios. A provisão de liquidez favorece a melhor execução de ordens, viabilizando a conclusão de operações que não seriam possíveis se não houvesse entidade intermediária atuando na

¹⁰⁷ (IOSCO. Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation - May 2017: “Regulation of securities and derivatives markets is necessary for the achievement of the three IOSCO core objectives. Nevertheless, inappropriate regulation can impose an unjustified burden on markets and inhibit market growth and development. Implicit throughout this Methodology is the belief that regulation should facilitate capital formation and economic growth. In the context of regulation, there should also be recognition of the benefits of competition in the marketplace.” (p. 12) “In the formulation of policy, the regulator should have regard to the cost of compliance with the regulation.” (p. 33).

contraparte e oferecendo as melhores condições possíveis ao investidor.

Não à toa, a doutrina estrangeira aponta a liquidez do mercado de valores mobiliários como um bem público (*liquidity as a public good*), digno de tutela regulatória. Aponta-se como uma consequência importante dessa liquidez a facilitação do financiamento da atividade empresarial. Afinal, a liquidez torna o mercado de capitais mais atrativo aos investidores.¹⁰⁸

A permissão do modelo de internalização com *self-clearing*, por sua vez, perseguiria o objetivo adicional de promoção de eficiência de mercados, uma vez que o ciclo de liquidação (atualmente em D+2) iria reduzir para intraday ou flexibilizar conforme necessidade dos investidores, com potencial operação em qualquer dia da semana, fora da grade horária do STR.

Outro exemplo de conflito meramente aparente de objetivos é aquele entre (a) o objetivo de fomento da eficiência do mercado por meio da internalização de ordens; e (b) a transparência das operações. Conforme detalhado no item B.2.2.b), a internalização não é equiparável à falta de transparência. E transparência não significa que todas as informações sobre as ofertas devem ser publicadas para permitir a interferência de quaisquer terceiros nos negócios. Transparência significa, sim, a existência de regras claras e verdadeiras sobre as formas de negociação e os processos de formação de preço, que terão práticas auditáveis.

Nesse sentido, o modelo de regulação adequado deve levar em conta o perfil dos investidores, tipos de ordem e negócios, permitindo que os participantes de mercado elaborem suas próprias regras e as submetam à aprovação da CVM e/ou de entidade autorreguladora.

6.3 - Há objetivos regulatórios os quais não podem de maneira alguma serem sacrificados em função deste balanço?

Resposta: O objetivo finalístico de promover o funcionamento *eficiente e regular* do mercado (com base no art. 4º da Lei nº 6.385/1976) deve ser sempre preservado.

A consecução desse objetivo finalístico passa por alguns meios importantes. O primeiro deles, a promoção da competição entre ambientes de negociação, conferindo efetivo poder de escolha

¹⁰⁸ “Part of the benefit that liquid markets produce is the facilitation of financing for future enterprises – potential competitors to the listed firms and perhaps to the exchanges themselves. (...) Because liquidity makes the stock market more attractive to investors, a large part of the attractiveness of the market accrues to the benefit of future corporations (...)”. (Nicholas L. Georgakopoulos. *The Logic of Securities Law*. Cambridge University Press. 2018. p. 147)

aos investidores. Trata-se de relevante vetor de fomento à expansão do mercado, com potenciais melhorias de qualidade, velocidade de atendimento e redução de custos. Ou seja, trata-se de medida tendente ao funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários e de seus intermediários (como mercados de balcão).

O segundo objetivo imprescindível é a transmissão de informações claras aos investidores, com explicações sobre o funcionamento do modelo de internalização, das políticas de transparência aplicáveis a esses negócios e respectivos riscos. Com isso, qualifica-se o poder de escolha conferido aos investidores, permitindo decisões conscientes e informadas sobre as alternativas existentes.

Além disso, a melhor execução de negócios internalizados é outro objetivo permanente da regulação. A incidência de regras de melhor execução para os investidores, conforme detalhadas ao longo desta manifestação, também se mostra importante para o funcionamento regular do mercado, afastando desconfiância na implantação de novo sistema, com estímulo à aplicação no mercado de valores mobiliários (objetivo também disposto no art. 4º da Lei nº 6.385/1976).

B.6. Descrição das alternativas possíveis ao enfrentamento do problema regulatório identificado e exposição dos possíveis impactos das alternativas identificadas, inclusive quanto aos seus custos regulatórios e os impactos sobre as microempresas e as empresas de pequeno porte (incisos VI, VII e VII-A do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020).

7. 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?

Resposta: Em síntese, os problemas regulatórios relatados na seção II são: (i) seleção adversa, em que há predisposição a investidores de varejo se concentrarem em ambientes do internalizador, o que implica *spreads* mais abertos no ambiente de bolsa; (ii) emprego pelos internalizadores de informações dos mercados organizados, sem que haja contrapartida suficiente; e (iii) custos de transações reduzidos no ambiente do internalizador.

Quanto a (iii), há alto grau de probabilidade de redução de custos àqueles que internalizarem suas ordens. Conforme exposto na seção B.1, já existem no arcabouço regulatório brasileiro mecanismos atípicos de internalização, a oferta direta, o RLP e o empréstimo de ações, que

envolvem ineficiências em razão do desnecessário curso dos negócios no ambiente de bolsa. A internalização na verdade promove esses mesmos negócios com menores custos, favorecendo o investidor. Desse modo, (iii) será excluída da análise.

Quanto a (i), o problema tem pressuposto que nos parece equivocado, pois não é correta a conclusão de que *spreads* de ofertas de investidores profissionais em ambientes de bolsa e balcão seriam mais abertos do que as ofertas de investidores de varejo. Esse tema já foi aprofundado na resposta ao quesito B.1 acima.

Além disso, os investidores profissionais não seriam os únicos a se prevenir de falta de confiança em relação ao conhecimento privilegiado da contraparte, refletindo-a em preços mais altos na venda e mais baixos na compra. Nada impede que os investidores de varejo também procedam dessa forma, haja vista que não dispõem de aparato técnico capaz de analisar o mercado de modo a conferir segurança nas suas transações. Na verdade, os investidores profissionais, por deterem esse aparato técnico, teriam mais segurança para oferecer *spreads* mais fechados e assertivos.

De todo modo, o princípio da transparência desponta como o principal remédio para as dificuldades restantes em (i) e (ii).¹⁰⁹ No arranjo que consideramos ideal, e consta na manifestação abaixo, internalizadores e demais mercados organizados compartilhariam informações pré, sempre que fosse adequado com a negociação em questão, e pós-negociação, sempre, divulgando-as uns aos outros.

Consequentemente, a seleção adversa presente em (i) se dissiparia, pois os investidores de varejo e profissionais teriam acesso a todas as cotações dos mercados organizados, de modo que poderiam escolher o mercado mais vantajoso. Esse regramento prestigia a proteção e a tutela do investidor, princípio norteador da regulação do mercado de capitais.

Quanto a (ii), o compartilhamento de informações entre os mercados organizados seria mútuo, de modo que os investidores em fase pré-negocial no ambiente de bolsa ou balcão pudessem ter acesso às cotações dos mercados internalizados, e vice-versa, salvo nas hipóteses em que a opacidade de ofertas pré-negócio se justificasse e conforme aprovado pela CVM. Desse modo, não haveria inquietação de que bens públicos dos mercados de bolsa e balcão estariam sendo utilizados pelos internalizadores, sem contrapartida suficiente.

¹⁰⁹ Para a origem desse princípio (*Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*) em artigo de Louis Brandeis e sua influência na regulação do mercado de capitais, veja-se Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston and Toronto, Little, Brown & Company, 1983, p. 35.

Investidores de varejo, microempresas e empresas de pequeno porte não sofreriam nenhum prejuízo com nossa proposta, pois a transparência exclui qualquer perda a seus interesses.

7.1 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.

Resposta: Entendemos que os participantes afetados seriam: investidores, administradoras de mercados organizados, entidade autorreguladora, depositárias centrais, prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações, emissores de valores mobiliários e intermediários.

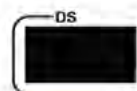
Investidores

Conforme anteriormente tratado, os investidores de varejo e profissionais seriam os principais beneficiados com a permissão e regulação da internalização de ordens, em razão: (i) do aumento das alternativas para melhor execução de suas ordens; (ii) do esperado aumento de liquidez e redução do spread que está correlacionado com a permissão da internalização de ordens; (iii) da redução de custos de transação; (iv) do esperado aumento da qualidade em razão da competição no setor de infraestrutura de negociação e pós negociação; (v) da redução do ciclo de liquidação e custódia.

Administradoras de mercados organizados

Atualmente, o setor de infraestrutura de negociação é caracterizado, na prática, pela existência de monopólio. O monopólio é total no mercado de bolsa e apesar de atualmente haver outras administradoras de mercado balcão organizado autorizadas a funcionar, estas operam volumes muito baixos se comparadas com a principal incumbente.¹¹⁰

A permissão e regulação da internalização de ordens auxiliará na introdução de saudável competição neste setor o que, espera-se, mitigue os efeitos negativos do monopólio e estimule os efeitos positivos da competição, dentre os quais se destacam a redução de custos e o aumento da qualidade do atendimento a investidores.



¹¹⁰ AIR Parcial, cit., p. 81.

A permissão e regulação da internalização de ordens também gera oportunidades de negócios para as administradoras de mercado organizado, que poderão prestar serviços aos internalizadores de ordens.

Entidades autorreguladoras

A permissão e regulação da internalização de ordens também gera oportunidades para as entidades autorreguladoras autorizadas a funcionar, que poderão prestar serviços de autorregulação para os internalizadores de ordens, conforme modelos previstos no artigo 48 da RCMV 135.

Depositárias centrais e prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações

O setor de depositária e de prestadores de serviços de compensação e liquidação no mercado brasileiro também é concentrado, com pouca ou quase nenhuma competição.¹¹¹

A permissão da internalização de ordens, conforme acima referido, poderá incentivar a redução do ciclo de liquidação, em especial por meio do *self-clearing*, e auxiliará a introduzir mais competição saudável no setor, incentivando redução de custo de transação e aumento da qualidade de atendimento, o que, em última análise, trará benefícios para os investidores, principais usuários de tais serviços.

Emissores

Os emissores também terão mais alternativas para admitirem seus valores mobiliários a negociação em ambientes de internalização de ordens, que podem ter regras de negociação mais customizadas aos diferentes perfis de liquidez e negociação de valores mobiliários.

Intermediários

Os intermediários serão diretamente afetados pela permissão e regulação da internalização de ordens, pois poderão administrar ambiente de negociação e, nessa qualidade, terão incentivos a aprimorarem suas respectivas estruturas de governança de forma a garantir a melhor execução de ordens e a tratar os conflitos de interesse inerentes, bem como a investir mais em educação de investidores e atendimento de qualidade para atrair cada vez mais fluxos de ordens.

¹¹¹ AIR Parcial, cit., pp. 81-82.

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. Relembra-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.

Resposta: Em nossa opinião, seria pertinente a edição de Resolução CVM de cunho principiológico, em que fosse criada a figura do “internalizador de ordens”. Esse ato legal compreenderia as modificações eventualmente sugeridas ao longo da contribuição, que são agrupadas e sintetizadas no quadro abaixo, além de outras decorrentes das conclusões do trabalho. Lembrando que as sugestões de alteração no regime jurídico infralegal que trata da depositária e da possibilidade do *self-clearing* não são necessárias para a permissão da internalização de ordens no Brasil, mas apenas complementares, para conferir alternativa eficiente à pós-negociação:

Alteração	Fundamentação
Acréscimo de parágrafo no artigo 9º da RCVM 135, com a seguinte redação: “ <i>Os mercados de balcão organizados podem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por internalizador de ordens, cujo regime jurídico nos termos desta Resolução será idêntico àquele das entidades administradoras de balcão organizado, aplicando-se também o disposto na Seção IV do Capítulo VIII desta Resolução.</i> ”	O ambiente de internalização tem natureza jurídica de mercado de balcão organizado, que é administrado pelo agente internalizador, conforme exposto no quesito B.2. Mais ainda, sugere-se a instituição de mecanismo de ressarcimento de prejuízo, nos termos da manifestação holística.
Modificação do artigo 28, inciso II, da RCVM 135, com a seguinte redação: “Art. 28. O estatuto social da entidade administradora de mercado organizado deve	Em razão de o internalizador atuar como administrador do mercado de balcão organizado e participante, todos os conselheiros do administrador serão também

<p>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, <i>exceto no caso de internalização de ordens.</i>”</p>	<p>conselheiros do participante, de modo que a regra não é adequada a esse ambiente de negociação e, portanto, não deve ser aplicada.</p>
<p>Exclusão do parágrafo único do artigo 90 da RCVM 135, cuja redação é a seguinte: “Parágrafo único. Exceto nas hipóteses previstas no art. 95, é vedada a negociação simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado de ações e outros valores mobiliários representativos de ações.”</p>	<p>Excluir barreira à competição entre ambientes de negociação. A proibição vigente não acarreta benefício a clientes e é aparentemente incompatível com a permissão da oferta direta no ambiente de bolsa. Além do mais, o progresso da tecnologia da informação e a diminuição da latência permitem rápida difusão de informações e transparência, assim eliminando pressuposto da proibição original</p>
<p>Acréscimo de parágrafo único ao artigo 94 da RCVM 135, com a seguinte redação: “<i>Parágrafo único. Operações realizadas por internalizadores de ordens ocorrem em mercado de balcão organizado e não se sujeitam à proibição do caput.</i>”</p>	<p>Eliminar a possibilidade de qualquer interpretação que proíba a internalização de ordens.</p>
<p>Modificação do artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea <i>b</i>, da RCVM 135, para a seguinte redação: “Art. 152. As entidades administradoras de mercado de balcão organizado são dispensadas: [...] 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</p>	<p>Adequar dispositivo ao fato de que as figuras do intermediário e do administrador de mercado se confundem. A exceção introduzida pode ser compensada mediante imposição de segregação de atividades do internalizador de ordens e a atribuição de responsabilidade administrativa a diretor encarregado a assegurar aderência às normas da internalização. Além disso, poderão ser aplicadas à internalização de ordens, as novas</p>

<p>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, <i>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa.</i>”</p>	<p>regras da Resolução CVM 220 sobre criação do comitê de supervisão de conflitos e atribuição de determinadas deliberações que possam conferir benefícios ao intermediário em detrimento de demais participantes do mercado para os membros independentes do conselho de administração (conforme artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea d), da RCVM 135 com redação determinada pela RCVM 220).</p>
<p>Modificação do artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea b), “2” da RCVM 135 (conforme redação determinada pela RCVM 220) para a seguinte redação: “(...) vedação à eleição de administrador que tenha atuado como administrador, empregado, ou preposto relevante do participante há menos de 1 (um) ano do início de sua atuação junto à entidade administradora de mercados organizados, <i>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa.</i>”</p>	<p>Idem</p>
<p>Modificação do artigo 152, parágrafo primeiro, inciso II, alínea b), “3” (conforme redação determinada pela RCVM 220) para a seguinte redação: “(...) vedação à contratação de prestadores de serviços relevantes que sejam sociedades controladoras, controladas, coligadas ou submetidas a controle comum direto ou indireto do participante, <i>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa.</i>”</p>	<p>Idem</p>
<p>Introdução do acréscimo em destaque no artigo 2º, § 1º, inciso III, da Resolução CVM</p>	<p>Eliminação de risco de imposição de barreiras por parte do sistema de depósito,</p>

<p>nº 31/2021: “Art. 2º [...] § 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no caput compreende as seguintes atividades: [...] III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários pelo investidor final ou por quaisquer terceiros, fora do ambiente do depositário central, <i>exceto nos casos em que o valor mobiliário estiver depositado em nome do representante internalizador de ordens.</i>”</p>	<p>que fossem capazes de restringir a internalização de ordens.</p>
<p>Modificação no artigo 2º, § 3º da Resolução CVM nº 31/2021: “Consideram-se investidores, para os efeitos desta Resolução, a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários, <i>ou a parte que os represente como internalizador de ordens</i>, e que, na qualidade <i>de custodiantes ou</i> clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central.”</p>	<p>Eliminar qualquer tipo de interpretação no sentido de vedar a possibilidade de internalizadores de ordens operarem contas em depositário central, de modo a internalizar também a atividade dessa infraestrutura do mercado financeiro.</p>
<p>Acréscimo de Artigo 19-A na Resolução CVM nº 31/2021, com a seguinte redação: “<i>Artigo 19-A Aplicam-se ao internalizador de ordens as obrigações do depositário central previstas nesta Seção.</i>”</p>	<p>Em razão de a atividade de infraestrutura de mercado tornar-se passível de internalização mediante detenção de conta pelo internalizador em nome próprio no depósito central, vê-se necessário que o internalizador preste informações a interessados, como emissores e investidores.</p>
<p>Modificação no artigo 3º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 32/2021: “Parágrafo único. Na hipótese do caput, as posições mantidas nas contas de custódia referidas na alínea “a” do inciso I, do § 2º do art. 2º devem corresponder, para os valores mobiliários objeto de depósito centralizado, àquelas</p>	<p>Eliminar qualquer tipo de interpretação no sentido de vedar a operação pelo internalizador de contas em depósito centralizado, de modo a viabilizar a internalização da atividade dessa infraestrutura de mercado.</p>

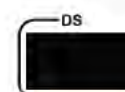
mantidas pelo depositário central, <i>exceto em caso de internalização de ordens.</i> ”	
Introdução do acréscimo em destaque no artigo 2º da Resolução CMN nº 5.008/2022: “Art. 2º As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários têm por objeto social: [...] <i>XXI – administrar mercado de balcão organizado, de modo a permitir a internalização de ordens que envolvam títulos e valores mobiliários;</i> ”	O ambiente de internalização é espécie de mercado de balcão organizado, administrado por corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, autorizada para tanto. Essa matéria foi extensivamente discutida no quesito B.2.

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.

Resposta: Em geral, é observado que a magnitude dos custos regulatórios, de autorreguladores e das próprias corretoras é ínfimo quando comparado à potencial redução de custo de transação gerada aos agentes do mercado, em especial para os investidores, conforme consta no estudo da Oliver Wyman.¹¹²

Custos aos participantes envolvidos:

Conforme estudo da Oliver Wyman,¹¹³ estima-se um aumento de custos ao regulador (CVM) de cerca de 30%, no pior cenário (sem a presença de um autorregulador), com base na variação de custos da ASIC (regulador australiano) à época de quando este passou a ser responsável pela supervisão e fiscalização da internalização de ordens.



¹¹² Anexo I, p. 67.

¹¹³ Anexo I, p. 69.

É importante ressaltar que, a depender do escopo da regulação e da presença de entidade autorreguladora que atue em cooperação e coordenação com o regulador, este custo pode diminuir de forma significativa. Por exemplo, aplicando-se o critério de *Power Purchasing Parity* para comparar o custo do regulador em países com mercados compatíveis com o mercado brasileiro, percebe-se que o custo do regulador dos mercados do Canadá, que possui entidade autorreguladora, é bem menor do que o custo do regulador do mercado australiano, que não possui autorregulador, conforme consta no estudo da Oliver Wyman.¹¹⁴

Custos aos internalizadores:

Infelizmente, os custos dos internalizadores referentes aos custos com a infraestrutura e supervisão interna dos sistemas de internalização não são públicos, e, portanto, não é possível realizar estimativas para o mercado brasileiro. Contudo, quando avaliamos o custo médio de transação, a parcela do “custo de comissão” integra a parcela que representa apenas 10% do custo total, e o custo de infraestrutura dos internalizadores representam uma pequena parcela deste item.¹¹⁵ Portanto, não é esperado que os custos de infraestrutura para os internalizadores sejam significativos frente aos potenciais benefícios gerados.

Benefícios ao investidor:

Considerando a redução do *bid and ask spread* em mercados similares ao brasileiro ocorrida logo após a internalização ser aprovada, a Oliver Wyman estima uma potencial redução do custo total ao investidor da ordem de R\$ 3,5 a 6 bilhões anuais (valores de ago/2024).¹¹⁶ Desta redução, aproximadamente 15-20% devem ser direcionadas aos investidores de varejo, enquanto o restante deverá ser direcionado aos investidores institucionais. Vale ressaltar que uma parcela dos investidores institucionais beneficiados são formas indiretas de investimento do varejo (e.g., fundos de investimento), sendo, portanto, esses investimentos de varejo beneficiados indiretamente.

Por conservadorismo, não foi incluído na estimativa de redução de custo elaborada pela Oliver Wyman um potencial ganho ao investidor final via melhoria de preço (como observado nos Estados Unidos). Esta parcela seria, por definição, menor que o ganho via redução do *bid and ask spread*, mas também pode gerar ganhos adicionais aos investidores.



¹¹⁴ Anexo I, p. 68.

¹¹⁵ Anexo I, p. 52.

¹¹⁶ Anexo I, p. 67.



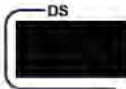
d. Sugere-se aos manifestantes que considerem a lógica do modelo de custo regulatório padrão da OCDE7 , nas situações em que há factibilidade de sua aplicação.

Resposta: Infelizmente, a ANCORD e a Oliver Wyman não possuem acesso a informações que permitam realizar a estimativa de custos regulatórios no padrão da OCDE7, pois os custos regulatórios específicos sobre internalização de ordens não são públicos; no melhor cenário tais custos estariam especificados em controles gerenciais dos órgãos reguladores que não são publicados. A aproximação mais técnica possível seria considerar a taxa de fiscalização divulgada pelo regulador norte-americano,¹¹⁷ que atualmente (a partir de maio de 2024) é estimada em USD 27,80 para cada USD 1 MM negociado, ressalvando-se que tal taxa é global e não reflete o custo específico da regulação e fiscalização das operações cursadas em ambientes de internalização de ordens. Além disso, há que se considerar a maior complexidade do mercado norte-americano em termos de quantidade de participantes e diversidade de produtos, o que levaria ao emprego de uma metodologia de regressão de valores adaptados ao mercado brasileiro, com desconto relevante em relação à referida taxa.

e. Sugere-se aos manifestantes que busquem apontar quais são os indicadores ou métricas relevantes, em sua opinião, para mensuração de eventuais impactos regulatórios das alternativas.

Resposta: Sugerimos as seguintes métricas para avaliação do impacto regulatório das alternativas:

Métricas gerais	Quantidade média de ordens executadas, segmentado por diversas categoriais (tipo de investidor, tipo de ordem, ambiente de negociação – se aplicável, etc.)
	Tamanho médio da ordem, segmentado por diversas categoriais
	Tempo de execução das ordens
Métricas de liquidez	<i>Bid and ask spread</i> – considerado uma das principais métricas de liquidez de ativos.



¹¹⁷ Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-47>

	<p>Volume negociado (via métricas de liquidez), com métricas diversas a depender da classe de ativos. Exemplos:</p> <p><i>Equities</i> e ativos similares: ADTV (<i>Average daily trading volume</i>); Profundidade do mercado (e.g., profundidade de <i>Bid/Ask</i> a 30 bps).</p> <p>Renda fixa: Métricas de spread, em especial a variação destas ao longo do tempo (que podem indicar uma deterioração do mercado); Impacto de preço (quanto uma ordem de determinado tamanho pode afetar o preço de um determinado ativo). Exemplos de métricas de spread específicas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Yield to maturity</i> (YTM), <i>Yield to worst</i> (YTC) • <i>G-spread</i>, <i>Z-spread</i>, <i>OAS spread</i> <p>Apesar destas métricas serem mais comumente utilizadas para análises de precificação de compra/venda, elas também podem indicar uma deterioração/valorização do mercado daquela classe de ativos.</p> <p>Derivativos: <i>Open interest</i> (OI), Volatilidade implícita. O índice VIX (INDEXCBOE: VIX), comumente utilizado como métrica de volatilidade do mercado americano e acompanhado por reguladores do mercado (e.g., SEC, CFTC, Fed é criado com base em uma cesta de derivativos dos papéis do índice S&P 500, INDEXSP: .INX).</p> <p>Outras métricas podem surgir a depender da classe de ativos considerada (futuros, commodities, ForEx, etc.).</p>
--	--

Métricas de participação	<i>Market share</i> dos participantes do mercado, métricas de concentração – e.g., Índice Herfindahl-Hirschman (HHI)
	Participação de diferentes classes de investidores no mercado (e.g., pessoa física, investidor estrangeiro, investidor institucional, HFT – <i>High Frequency trading</i>)
	Fluxo de investimento estrangeiro



Métricas de ambientes de negociação <i>Inclui métricas eventuais, em um cenário permissivo</i>	Volume negociado por ambiente de negociação (em reais, ações, número de ordens)
	Volume <i>On-Exchange</i> (na bolsa) e <i>Off-Exchange</i> (fora da bolsa)
	Volume negociado, com quebras: <ul style="list-style-type: none">• Ambiente <i>Lit</i> (horário contínuo);• Leilão (abertura, fechamento, especiais);• Sem transparência pré-negociação

Métricas de melhoria de preço <i>Inclui métricas eventuais, em um cenário permissivo</i>	Consolidação de um <i>National Best Bid Offer</i> (melhor oferta de preço em ambientes públicos), similar ao existente nos EUA (NBBO) e Europa (EBBO). Notavelmente, este indicador só se fará necessário em um ambiente com mais de um operador de bolsa no país
	Por ativo internalizado (em especial, ações, índices, fundos) e tipo de ordem executada: <ul style="list-style-type: none">• Número de ações/cotas negociadas totais• Número de ações/cotas negociadas com melhoria de preço• Melhoria de preço por ação/cota negociada, em termos absolutos• Spread efetivo & spread realizado

Além disso, entendemos que os critérios de transparência sobre a qualidade da execução adotados no mercado americano conforme *Rules 605* e *606*, incluindo as recentes propostas de atualização de tais normas¹¹⁸ são boas referências para o mercado brasileiro, o que permite diversidade de modelos de internalização e modulação da transparência de ofertas acompanhadas pelo regulador conforme indicadores de qualidade de execução das ordens.



3. “MANIFESTAÇÃO HOLÍSTICA”

¹¹⁸ <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/34-99679.pdf>

Os temas discutidos nas seções acima nos permitem redigir manifestação holística com sugestão de estrutura ideal para a internalização de ordens, cujas características são esmiuçadas e fundamentadas nos itens abaixo. Adotou-se uma separação temática, que inclui a proposição e justificativa.

Dever de Melhor Execução

Proposição: Manutenção da regra de dever de melhor execução prevista no artigo 20 da Resolução CVM nº 35/2021.

Justificativa: Trata-se da escolha mais sensata para ambiente de negociação que se inicia, apta a debelar falta de confiança e contencioso, além de reduzir eventual complexidade operacional decorrente de nova regra de dever de melhor execução, que poderia até ser conflitante com a atual. Ressalte-se que os investidores de varejo possuem tutela maior oferecida por dever de melhor execução, nos termos do artigo 20, § 1º da Resolução CVM nº 35/2021, segundo o qual preço e custos relacionados devem ser considerados o critério principal para análise de melhor execução em relação a ditos investidores. Dispensa-se assim a necessidade de alteração regulamentar.

Público-alvo

Proposição: Os tipos de investidores cujas ordens seriam internalizadas abrangeriam tanto investidores de varejo (qualificados e não qualificados) quanto profissionais.

Justificativa: Para evitar experiência distorcida e insuficiente, a internalização precisa ter como público-alvo os mesmos tipos de investidores que atuam nos demais mercados organizados. A satisfação dos investidores é diretamente proporcional à liquidez e eficácia do mercado internalizado, que serão maiores na medida em que todos os investidores possam participar, inclusive aqueles profissionais. Ressalte-se que o público-alvo amplo evitaria a seleção supostamente adversa de investidores de varejo apenas, conforme aventado pela CVM no AIR Parcial.¹¹⁹

Ambiente de Negociação, Transparência e Consolidação

¹¹⁹ Temos discordância em relação à configuração desse efeito adverso, mesmo que apenas investidores de varejo fossem selecionados para a internalização, conforme destacado nas seções B.1.1.(i) e B.6 acima.

Proposição: Sugere-se que os requisitos de transparência pré- sejam definidos em proposta justificada pelo internalizador para aprovação da CVM, considerando a liquidez, o perfil de investidores e os tipos de ordens e negócios a serem internalizados.

Mais ainda, a transparência pós-negociação seria plena e realizada por meio de divulgação de informações no próprio sítio eletrônico do internalizador, exceto se houver exigência em sentido contrário da CVM. Num momento inicial, não haveria consolidador de informações obrigatório, sem prejuízo de que aflore como solução de mercado.

Desse modo, a transparência pré-negociação, quando o caso, e pós-negociação teria como característica fundamental sua reciprocidade entre os mercados organizados, ou seja, não apenas os internalizadores e seus clientes teriam acesso às informações de preço (pré- e pós-negociação) de seus clientes, mas isso também ocorreria em sentido contrário, de modo que investidores operando em ambiente de bolsa ou outros tipos de balcão organizado por meio de intermediários teriam acesso aos preços de ordens internalizadas.

Justificativa: O paradigma da transparência parece ser a melhor forma para garantir a melhor execução de ordens, mas em alguns casos pode não ser, em especial nos casos de (i) valores mobiliários de liquidez bastante restrita; e (ii) grandes lotes, a exemplo do que ocorre na União Europeia e no Canadá.¹²⁰ Assim, a CVM poderá aprovar o modelo semelhante ao americano ou ao europeu¹²¹ de forma customizada às hipóteses fáticas, a depender da liquidez, perfil dos investidores e tipo de ordens e negócios a serem internalizados. Como extensamente tratado na resposta ao item B.2.2.b), a negociação opaca prevê regras de formação de preços, que são passíveis de processo de auditoria para sua verificação de cumprimento. Desse modo, compete a cada internalizador analisar o modelo mais adequado a partir dos critérios elencados acima, com vistas a garantir a melhor execução das ordens de seus clientes.

Já a ausência da figura do consolidador de informações seria medida temporária até o sistema atingir sua maturidade, o que permite ao regulador do mercado de capitais a concentração de esforços de fiscalização nas operações dos internalizadores. Ressalte-se que não se exclui a possibilidade de o consolidador advir de solução de mercado, discutida pelos intermediários e associações do setor, como a ANCORD.

Por fim, a reciprocidade na transparência entre mercados organizados é relevante para evitar o

¹²⁰ AIR Parcial, cit., p. 110 e 132.

¹²¹ AIR Parcial, cit., p. 88, 89, 109, 110 e 111.

efeito negativo da transparência unilateral, debatida no AIR Parcial sob a denominação de *Bens públicos*.¹²² A vantagem não remunerada, ou insuficientemente remunerada, do internalizador receptor de informações, em relação ao ambiente de negociação de bolsa, cessa mediante a imposição de regime de reciprocidade entre tais ambientes. Desse modo, as informações fluem de um ambiente para o outro, e vice-versa, especialmente sobre preços.

Modelo de Negociação

Proposição: O modelo de negociação do internalizador incluiria não apenas a aproximação entre partes como também a interposição do internalizador, na qualidade de intermediário, como parte que provê liquidez.

Justificativa: O sucesso da internalização, desde sua implantação inicial, decorre da possibilidade de o internalizador prover liquidez aos valores mobiliários negociados. Conforme demonstrado acima, isso acarretará benefício aos investidores, inclusive pela garantia de melhor execução. Desse modo, o investidor que optar por internalizar suas ordens terá acesso a um ambiente de negociação em que a contraparte tanto pode ser o internalizador quanto os outros investidores, o que aumenta a probabilidade de execução, tendo garantido o dever de melhor execução.

Exceções Qualitativas e Derivativos

Proposição: Sugere-se que não haja lista de ativos cuja negociação não possa ser internalizada. Os ativos passíveis de internalização incluiriam derivativos, se forem aprovados pela CVM segundo regras aplicáveis a valores mobiliários, conforme artigo 87 e Anexo II da RCV 135.

Justificativa: As regras de reciprocidade informacional entre mercados organizados e de melhor execução compõem arcabouço de proteção robusto, o que torna desnecessária qualquer restrição aos valores mobiliários admitidos à negociação. Ressalte-se que a CVM detém em razão de lei e regulamentação poderes extensos para admitir valores mobiliários à negociação, o que inclui instrumentos derivativos.

Aumento da eficiência dos processos de pós-negociação em razão da internalização de

¹²² AIR Parcial, cit., p. 9: “O problema do “carona” ocorre quando um ou mais agentes são capazes de obter benefícios econômicos de um ativo sem internalizarem plenamente os custos associados. Tal problema encontra-se dentro da seara da existência e fornecimento de “bens públicos”. No contexto de internalização de ordens, é necessário considerar que as entidades internalizadoras de ordens necessitam de um sistema de preços subjacente, o qual utilizam como parâmetro para oferecer e realizar negócios a cotações alternativas.”

ordens

Proposição: Permitir o modelo de *self-clearing*, o qual se enquadra no regime jurídico atual que rege as atividades de contraparte central e depositária e a identificação do investidor final nas infraestruturas de pós-negociação.

Para tanto, haveria duas alternativas:

- (a) a CVM poderia explicitar na norma específica sobre internalização de ordens que o internalizador pode promover a transferência de recursos financeiros do comprador para vendedor, mediante débito na conta de registro do comprador e crédito na conta de registro do vendedor simultaneamente ao comando de transferência de titularidade dos valores mobiliários objeto do negócio entre as contas de custódia individualizadas em nome dos investidores comprador e vendedor perante a depositária central, nos termos do artigo 13, III e seu parágrafo 1º, inciso I da RCV 32, o que seria plenamente compatível com o artigo 37, inciso VIII da RCV 35;
- (b) a CVM poderia permitir a abertura de conta ômbus em nome do internalizador na depositária central e a agregação também em nome próprio da posição de clientes junto à câmara de compensação e liquidação; consequentemente, a relação com os comitentes finais ocorreria nos registros internos do agente internalizador. Tal sugestão não exclui o desenvolvimento de componentes de organização de liquidação e depósito, que concorram com os mecanismos atuais, caso esse projeto seja viável negocialmente aos internalizadores.

Justificativa: A internalização do ambiente de negociação é o fio condutor desta contribuição, que foi justificada na resposta à seção B.2 acima: os mercados internalizados são espécie de mercado de balcão organizado, conforme o artigo 2º, inciso VII, da RCV 135, já permitidos na atual regulamentação, sendo necessários ajustes mínimos. Na mesma seção, é concluído que o exercício pelo internalizador da função de *self-clearing* por meio dos comandos de transferência de valores mobiliários perante a depositária central, na qualidade de custodiante dos investidores e/ou a abertura de contas ômbus por parte do internalizador na câmara de compensação e liquidação e assunção de posições vigentes perante a depositária central podem reduzir custos e o ciclo de liquidação em benefício dos investidores, além de serem estruturas lícitas conforme a legislação e regulamentação vigentes, pois:

- (i) em relação a depositárias centrais, cuja participação no registro de valores mobiliários

sujeitos a distribuição pública é obrigatória, a Lei nº 12.810/2013 admite o uso de conta ônibus em nome do internalizador;

- (ii) em relação a câmaras de compensação e liquidação, a Resolução BCB nº 304/2023 permite o uso da identidade do internalizador em conta única em eventual câmara de compensação e liquidação.

Outro elemento de fundamentação relevante consiste na investigação realizada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica, empreendida em 2016, de potencial abuso de Poder Econômico no ambiente de bolsa única decorrente da recusa por agente dominante em fornecer serviços de depositária central e câmara de liquidação e compensação. Tal agente teria alterado sua política de tarifas com o objetivo de comprimir a margem de novos entrantes que não fossem integrados verticalmente.

A investigação foi encerrada por meio de acordo em que o agente dominante se comprometeu a estabelecer medidas mitigadoras relacionadas ao compartilhamento dos componentes organizacionais de depósito e compensação e liquidação.¹²³ A internalização completa contribuiria para esse objetivo de incentivar a concorrência, na linha da investigação coordenada pela autoridade antitruste.

Liquidez de Ativos Internalizados

Proposição: A teoria econômica demonstra que a internalização de ordens possui bom funcionamento em relação a ativos que se situam nos extremos de liquidez ou ausência dela, devendo se submeter a uma parametrização nesse sentido, conforme consta no estudo da Oliver Wyman.¹²⁴

Justificativa: O volume alto de negociação de papéis no cenário de elevada liquidez elimina quaisquer dúvidas relacionadas à eficácia da busca de contraparte nas operações internalizadas para atender a perfil de ordens cuja melhor execução não ocorre no modelo de leilão contínuo do mercado de bolsa, bem como qualquer efeito negativo da internalização no enxugamento de

¹²³ Inquérito Administrativo nº 08700.002656/2016-57. A investigação foi encerrada ainda em fase de inquérito, em outubro de 2018, em razão da assinatura de um Termo de Compromisso de Cessação (“TCC”) com a autoridade antitruste. Por meio do TCC, o agente concordou em oferecer a prestação de serviços de compensação e liquidação, na qualidade de contraparte central, para operações do mercado à vista de renda variável referentes a negócios originados em outras infraestruturas de mercado financeiro, em condições não-discriminatórias, justas e transparentes.

¹²⁴ Anexo I, pp. 45-50.

liquidez sempre relevante, conforme consta no gráfico “Bid-ask spread dos últimos 20 anos nos Estados Unidos para as 100 principais ações do país”.¹²⁵ Em relação a ativos de baixa liquidez, o preço é fortalecido no mercado do ativo em questão, em razão de um maior bid-ask spread, o que permite maiores margens de melhoria de preço, conforme consta no gráfico “Bid-ask spread dos últimos 20 anos nos Estados Unidos para *small caps* e número de ATS registrados na SEC”.¹²⁶

Forma de Opção pela Internalização – *Opt-In/Opt-Out*

Proposição: Recomenda-se que todos os investidores devam optar expressamente pela internalização de suas ordens (método *opt-in*). Vencida a fase de consentimento, o internalizador pode escolher em qual ambiente de negociação a ordem do investidor será executada, respeitadas sempre as regras de melhor execução e de transparência pré- e pós-negociação.

Justificativa: Esse método de *opt-in* visa a evitar litígios decorrente de falhas de comunicação entre investidores e os internalizadores.

Regime de Supervisão Prudencial

Proposição: Em matéria prudencial, sugere-se que haja (a) regime de autorização para a administração de ambiente de internalização de ordens; e (b) patrimônio regulatório mínimo, nos termos descritos abaixo.

A análise do cumprimento dos requisitos para concessão de autorização seria realizada pela área técnica da CVM, que verificaria requisitos como:

- i) capacidade econômico-financeira dos controladores, de forma isolada ou em conjunto, compatível com contingências decorrentes do modelo de internalização de ordens;
- ii) viabilidade econômico-financeira da internalização, com demonstração de potencial de gerar resultados favoráveis para o intermediário em relação à operação em ambiente de bolsa, levando-se em conta inclusive os investimentos operacionais necessários;
- iii) compatibilidade da infraestrutura de tecnologia da informação com a complexidade e os

¹²⁵ Anexo I, p. 15.

¹²⁶ Anexo I, p. 16.

riscos da internalização, com demonstração de baixa latência na mensageria, capacidade de resguardar segurança de informações e dados e de garantir disponibilidade e transparência segundo as regras acima definidas neste estudo;¹²⁷

- iv) compatibilidade da estrutura de governança corporativa com necessidade de supervisão das operações de internalização, bem como eficácia dos componentes de autorregulação e de ressarcimento de prejuízos abaixo indicados;
- v) reputação ilibada dos ocupantes de cargos em órgãos estatutários ou contratuais, dos controladores e dos detentores de participação qualificada, no caso de pessoas naturais;
- vi) conhecimento, pela administração, dos processos de internalização, da dinâmica de mercado, do gerenciamento das atividades e dos riscos associados; e
- vii) atendimento aos requerimentos mínimos de patrimônio regulatório previstos abaixo.

O patrimônio regulatório mínimo a ser exigido dos internalizadores poderia ser determinado em relação a seu conglomerado, abrangendo a instituição controladora e suas controladas societárias, gerenciais ou de fato, em percentual aplicado sobre a base de operações internalizadas em determinado período, conforme definido pelo regulador. Esse volume patrimonial seria sujeito a fiscalização permanente e sua deficiência, após a devida advertência, sancionada com a perda de autorização para internalização de ordens.

Justificativa: Os requisitos de autorização indicados são aqueles exigidos em geral pelo BCB para a concessão de autorizações de funcionamento (artigo 2º da Resolução CMN nº 4.970, de 25 de novembro de 2021), com as devidas adaptações. Tais requisitos, indicados na Proposição acima, se justificam (i) no caso de características do controlador, pela necessidade de viabilizar patrimônio suficiente a ser definido, de modo a prevenir disposição para incorrência de riscos pelos quais possa ser responsabilizado;¹²⁸ (ii) no caso de características do negócio, pois deveria autonomamente ser capaz de gerar lucro ou economia suficiente para justificar o investimento efetuado, em operação isenta de conflitos de interesse ou estímulo ao aumento de lucratividade mediante atos ilícitos; (iii) no caso de características de infraestrutura técnica e de governança, porque devem ser suficientes para que a internalização seja bem sucedida; (iv) em relação à

¹²⁷ Ver acima o item *Ambiente de Negociação, Transparência e Consolidação*.

¹²⁸ Em derrogação a regras de responsabilidade limitada, são várias as normas da lei e regulação que impõem responsabilidade solidária a controladores de intermediários como instituições financeiras, corretoras e distribuidoras, como o artigo 1º da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, e a Resolução CMN nº 4.019, de 29 de setembro de 2011.

reputação de controladores e administradores, e de conhecimento técnico de administradores, para que se protejam investidores contra práticas inadequadas motivadas por má fé, imprudência, negligência ou imperícia.

Por sua vez, a exigência de requisitos patrimoniais requer exposição detalhada. A despeito da proposição de mecanismo de ressarcimento de prejuízos na seção abaixo, os responsáveis em primeira ordem por absorver prejuízos causados deveriam ser os próprios recursos do agente internalizador. Mais ainda, eles deveriam ser suficientes para isso. Para fins de cálculos desse patrimônio, deve-se levar em consideração três princípios básicos da regulação prudencial aplicável ao patrimônio de instituições financeiras e de pagamento, que também são aplicáveis a riscos no mercado de capitais:

- i) exigência de requisitos relativos a patrimônio líquido, eventualmente ajustado por contas menos representativas de valor, em detrimento da imposição de capital mínimo; de fato, o patrimônio líquido dá visão cinética e evolutiva dos negócios a cada instante, dependentes da evolução de seus ativos e passivos, enquanto que o capital representa mera origem estática de recursos que podem ser consumidos na atividade;
- ii) os requisitos de patrimônio líquido não devem ser absolutos, mas sim flutuar proporcionalmente ao montante de operações internalizadas, porque de fato o risco incorrido com a internalização depende do volume de operações em ambiente internalizado; e
- iii) é conveniente que o cálculo seja feito em relação a cada conglomerado, mais do que em relação a entidades isoladas, permitindo a visualização clara pela entidade reguladora de riscos e mitigadores existentes em relação a um centro decisório comum.¹²⁹

Tomando-se por paradigma as instituições financeiras, nos termos da Resolução CMN nº 4.958, de 21 de outubro de 2021, seu patrimônio exigido, denominado de Patrimônio de Referência, é determinado mediante aplicação de percentual sobre seus ativos, incluindo empréstimos e aplicações, ponderados pelo risco que representam.¹³⁰ Tais normas derivam das recomendações do Comitê da Basileia para estabilidade de sistemas financeiros.¹³¹

¹²⁹ O conglomerado financeiro, que tomamos por paradigma, representa justamente um centro decisório comum, visto que formado por uma instituição financeira e entidades a ela submetidas mediante controle societário, de fato ou gerencial (artigo 2º da Resolução CMN nº 4.950, de 30 de setembro de 2021).

¹³⁰ Os percentuais específicos de ponderação sendo dados pela Resolução BCB nº 229, de 12 de maio de 2022.

¹³¹ O Comitê da Basileia existe desde 1974, tendo sido criado sob o guarda-chuva do Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements – BIS*) no bojo de crises bancárias que se manifestaram na

De maneira mais geral, note-se que o regime aqui sugerido é muito mais rigoroso do que o regime assemelhado do SI da União Europeia. Nestes países, a qualificação como SI depende do preenchimento de requisitos que determinam se a internalização é frequente, sistemática e substancial, caso em que a entidade deve realizar comunicação a um regulador de um Estado-membro da União Europeia.¹³² O modelo proposto nesta contribuição estipula critério mais rigoroso do que o europeu, pois (i) exige autorização prévia para o exercício da atividade de internalização de ordens; e (ii) impõe requisitos estritos para a concessão dessa autorização.

Modalidade de Autorregulação

Proposição: Os internalizadores autorizados pela CVM constituir por exigência da autarquia uma entidade de autorregulação apartada, que operasse nos termos fixados pela RCVM 135, com as seguintes características:

- i) entidade de autorregulação (“Autorregulador”) seria constituída no tipo societário de associação civil sem fins lucrativos, prevista em norma da CVM e posteriormente aprovada pelo regulador;
- ii) competência do Autorregulador incluiria a fiscalização e supervisão dos internalizadores, em conjunto com as competências de fiscalização e supervisão da CVM;
- iii) a instauração de procedimento seria de competência de departamento de autorregulador do Autorregulador (“Departamento”), de ofício ou mediante provocação de quaisquer terceiros, quando justificada; e
- iv) conselho de autorregulação (“Conselho”) do Autorregulador seria composto por cinco membros, que julgaria os casos mediante análise/provocação do Departamento e imporiam sanções em caráter definitivo na esfera autorregulatória, incluindo (i) multa, (ii) exclusão de selo de qualidade a ser conferido pela entidade ou (iii) notificação à CVM com recomendação de pedido de suspensão ou cancelamento da autorização para internalizar ordens.

década de 1970 após choque econômico decorrente de aumentos dos preços do petróleo. Agrupa autoridades regulatórias de vários países e suas principais recomendações datam de 1988 (Basileia I), 2004 (Basileia II) e 2010 (Basileia III, ainda em fase de implementação).

¹³² AIR Parcial, cit., p. 104 e 105.

Membros do Departamento e Conselho deveriam guardar relação de independência em relação a quaisquer entidades sujeitas a sua supervisão, nos termos do artigo 29 da RCV 135,¹³³ além de preencher outros requisitos de participação indicados nesse dispositivo. A estrutura de autorregulação já foi normatizada nos artigos 47 a 76 da RCV 135. Essas normas, como já anotamos nesta contribuição, aplicam-se automaticamente aos internalizadores, como espécie de mercado de balcão organizado.

Aperfeiçoamento às normas pode ser sugeridos, com o objetivo de viabilizar ambiente de internalização isento de desvios. Eles devem ser incluídos na regulamentação e posteriormente formalizados no estatuto do Autorregulador a ser aprovado pelo regulador do mercado de capitais, uma vez garantido o cumprimento mínimo à RCV 135. Desse modo, a indicação dos membros do Conselhos seria realizada por parte dos associados do Autorregulador, cujos direitos de voto seriam proporcionais a sua participação no custeio da entidade.

Justificativa: Conforme disposto na RCV 135, a autorregulação dos mercados organizados pode ser implementada mediante componente organizacional interno ou por entidade apartada e externa, neste caso contratada ou constituída especialmente para essa finalidade.¹³⁴ A contratação de autorreguladora pré-existente não parece escolha acertada, pois a única entidade que possui a experiência e pessoal necessários está vinculada à bolsa dominante, cujos negócios são sucedâneos aos dos internalizadores. Desse modo, haveria desconforto decorrente do fato de a entidade pré-existente fiscalizar e supervisionar concorrente potencial. Resta então a alternativa de constituir uma entidade voltada especialmente para autorregular o mercado de internalizadores. Sugere-se que a entidade inclua vários internalizadores, para garantir

¹³³ RCV 135: “Art. 29. Considera-se conselheiro independente aquele que não mantém vínculo com: I – a entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador da entidade administradora de mercado organizado, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; III – participante da entidade administradora de mercado organizado; e IV – sócio detentor de 5% (cinco por cento) ou mais do capital votante da entidade administradora de mercado organizado. § 1º Conceitua-se como vínculo com as pessoas mencionadas no caput: I – relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes que possa conduzir à perda de independência; II – participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital total ou do capital votante; III – ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau; ou IV – participação remunerada em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo. § 2º Equipara-se à relação atual, para efeito do disposto no inciso I do § 1º deste artigo, aquela existente no prazo de até 1 (um) ano antes da posse como membro do conselho. § 3º Não se considera vínculo, para efeito do disposto no caput, a participação em órgão administrativo ou fiscal na qualidade de membro independente.”

¹³⁴ RCV 135: “Art. 48. Alternativamente à constituição de um departamento de autorregulação, as entidades administradoras do mercado organizado podem exercer, observado o disposto no art. 49, as atividades de autorregulação de que trata este Capítulo, inclusive de forma conjunta, 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 com a CVM para intercâmbio de informações e para a supervisão e o aproveitamento, pela CVM, de ações de regulação, supervisão e sanção realizadas pela associação privada de autorregulação.”

consistência nas decisões, economia de custos e aumento de eficiência.

Modelo de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”)

Proposição: Para proteção adicional aos investidores, sugere-se também o estabelecimento de MRP. Seu regramento estaria de acordo com os artigos 124 a 141 da RCVM 135. O MRP deveria ser administrado pelo Autorregulador delineado na seção acima, e competiria ao seu Conselho decidir pleitos de investidores. A cobertura por prejuízos decorrentes da internalização de ordens deve ser obrigatória por meio de regulamentação da CVM nesse sentido.

O patrimônio dedicado ao ressarcimento seria ser regido pelas regras abaixo:

- i) manutenção em conta segregada do patrimônio próprio do Autorregulador;
- ii) composição a partir de aportes financeiros proporcionais ao Patrimônio de Referência do conglomerado prudencial de cada internalizador de ordens;
- iii) o ônus de cada ressarcimento seria atribuído à contribuição do internalizador que a ele deu causa em preferência aos demais, sendo a contribuição dos demais onerada apenas a partir do esgotamento da primeira;
- iv) o internalizador causador do ônus fica obrigado à reposição do valor do fundo usado devido a atos causadores de prejuízos a ele atribuídos;
- v) o valor a ser mantido em reserva no fundo seria determinado, levando em consideração, dentre outros critérios, a indenização máxima por evento a ser coberto; e
- vi) recusa de cobertura por decisão do Conselho em relação a um dado evento seria passível de recurso pelo investidor dirigido à CVM no procedimento previsto no artigo 132 da RCVM 135.

Justificativa: O MRP é obrigatório ao ambiente de bolsa, conforme o artigo 124 da RCVM 135. Mercado de balcão organizado, como o internalizado, poderia optar por estabelecer mecanismo de tal natureza, cujas regras seriam estipuladas pelos seus participantes. Porém, sugerimos que o MRP destinado ao ambiente de internalizadores siga as diretrizes da RCVM 135 e regras descritas na Proposição, tomando-se obrigação dos internalizadores, com o

objetivo de fortalecer esse novo ambiente de negociação.

A cumulação de funções de autorregulação e ressarcimento de prejuízos no Autorregulador tem como fundamento a economia de custos. Mais ainda, a recepção e análise de reclamações no âmbito do MRP aumentará a qualidade de supervisão, pois haverá a possibilidade de abertura de procedimentos de ofício quanto a temas de autorregulação,¹³⁵ e vice-versa.

Conclui-se que há sinergia entre as duas funções. Não se cogita haver conflito de interesses, pois (i) as decisões da entidade autorreguladora influenciariam o MRP de todo modo, caso o tema se tornasse objeto de contencioso; (ii) os membros do Autorregulador seriam independentes; e (iii) quaisquer decisões apreciadas na esfera do MRP estariam sujeitas a recurso dirigido à CVM conforme procedimento descrito no artigo 132 da RCV 135.

A opção por imputar prejuízos causados aos seus responsáveis tem por intuito alinhar incentivos, de modo a evitar a irresponsabilidade moral e o estímulo a atos ilícitos se o participante causasse dano ressarcido por fundo comum, ausente qualquer perda financeira mais aguda.

As conclusões deste trabalho indicam a interpretação correta da lei aplicável ao caso concreto, sem constituir previsão ou garantia de que decisões administrativas e judiciais venham efetivamente a adotá-las. Juízos administrativos, tribunais e juízes brasileiros eventualmente tomam decisões baseadas em sua visão de equidade no caso concreto. Assim sendo, decisões discrepantes de nossas conclusões anteriores não podem ser de todo excluídas.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

DocuSigned by:



José David Martins Júnior

Diretor Geral

¹³⁵ RCV 135: “Artigo 47 – [...] § 2º Cabe ao departamento de autorregulação, ao diretor do departamento de autorregulação e ao conselho de autorregulação: I – monitorar, de ofício ou por comunicação do diretor geral ou de terceiros, o cumprimento das regras de funcionamento da entidade administradora de mercado organizado e dos mercados administrados;”